



Norwegian Air Shuttle ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse

Erik Varhaug og Jan-Tore Susort Torgersen

Veileder: Are Oust

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer innestår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Denne masteroppgaven er en fundamental verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA, heretter kalt Norwegian. Oppgavens mål er å vurdere om selskapets aksjekurs per 16.02.2015 på NOK 228,70 kan rettfærdiggjøres basert på selskapets underliggende økonomiske forhold. Den fundamentale verdsettelsen vil suppleres av en komparativ verdsettelse for å kunne sammenligne og vurdere rimeligheten av verdsettelsesanslagene.

Oppgaven starter med en kort introduksjon av flybransjen før Norwegian og selskapene i vår komparative bransje presenteres. Norwegians strategiske og økonomiske posisjon undersøkes så gjennom en strategisk regnskapsanalyse.

Sammen med våre forventninger til fremtiden danner resultatene fra den strategiske regnskapsanalysen grunnlaget for utarbeidelsen av Norwegians fremtidige budsjett og avkastningskrav. Kontantstrømmene fra fremtidsbudsjettet diskonteres med avkastningskravene i forskjellige egenkapital- og selskapskapitalmodeller for å regne ut verdiestimer på Norwegians egenkapital. Gjennom en konvergeringsprosess hvor avkastningskravene sekvensielt vektet med verdibaserte vekter, konvergerer så verdiestimatene til ett felles verdiestimat på Norwegians egenkapital. Denne summen divideres på Norwegians utestående aksjer for å stå igjen med et verdiestimat per aksje.

Den fundamentale verdsettelsen kom frem til et verdiestimat på Norwegian-aksjen på NOK 182,92. Det er omtrent 20 % lavere enn aksjekursen per 16.02.2015 på NOK 228,70.

Den komparative verdsettelsen kom frem til et verdiestimat på Norwegian-aksjen på NOK 226. Dette estimatet er i tråd med aksjekursen på NOK 228,70, og viste at selskapene i vår komparative bransje var relativt likt priset av markedene. Dette resultatet ble tolket som at markedene var relativt positivt innstilt til flyselskapssektoren, og at dette kunne bidra til å forklare Norwegians høye aksjekurs i forhold til aksjekursen vår fundamentale verdsettelse skulle tilsi.

På bakgrunn av den fundamentale verdsettelsen konkluderer oppgaven med en salgsanbefaling av Norwegian-aksjen.

Forord

Denne oppgaven er et ledd i vårt masterstudium i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole. Masteroppgaven er en obligatorisk del av studiet, og arbeidsmengden tilsvarer 30 studiepoeng.

Som to revisjonsstudenter ble vi tidlig enige om at vi ville skrive en verdsettelsesoppgave. Dette ville gi oss muligheten til å styrke vår kunnskap om regnskaper, samt gi oss nyttig læring om samspillet mellom strategisk analyse, regnskapsanalyse og verdsettelsesmetoder. Vi ønsket å jobbe med et selskap som vi har et forhold til og som for oss fremstod som interessant. Valget falt på Norwegian Air Shuttle ASA – et selskap med stor vekst i en utfordrende bransje som har blitt viet mye medieomtale.

Mens vi har skrevet oppgaven, har vi samtidig tatt et kurs i verdsettelse, og læringskurven har som følge av dette vært bratt. Arbeidet med oppgaven har derfor vært krevende samtidig som det har vært veldig lærerikt og spennende.

Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder, førsteamanuensis ved Handelshøyskolen i Trondheim, Are Oust, for gode og konstruktive tilbakemeldinger gjennom hele prosessen.

Bergen, juni 2015

Erik Varhaug

Jan-Tore Susort Torgersen

Innhold

Sammendrag.....	2
Forord	3
1. Innledning.....	7
1.1 Motivasjon	7
1.2 Problemstilling.....	7
1.3 Avgrensning.....	8
1.4 Oppbygging av oppgaven	9
2. Presentasjon av bransje og virksomhet	10
2.1 Flybransjen og valg av komparativ bransje	10
2.2 Flybransjens forretningsmodeller	11
2.3 Selskapene i den komparative bransjen.....	14
2.3.1 Lavkostselskapene	14
2.3.2 Fullserviceselskapene.....	16
2.4 Norwegian sammenlignet med komparativ bransje	20
2.5 Analyse av komparativ bransje.....	20
2.5.1 Utvikling i tilbud og etterspørsel	20
2.5.2 Utvikling i antall passasjerer.....	22
2.5.3 Norwegians kostnadsstruktur.....	23
3. Verdsettelsesmetoder	25
3.1 Oversikt over verdsettelsesmetoder.....	25
3.2 Valg av verdsettelsesmetode	26
3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse	27
4. Strategisk analyse	29
4.1 Rammeverk for strategisk analyse.....	29
4.2 Bransjeanalyse	29
4.2.1 PESTEL-analyse	29
4.2.2 Porters fem konkurransekrefter.....	36
4.2.3 Oppsummering ekstern analyse	40
4.3 Internanalyse (VRIO)	42
4.4 Oppsummering strategisk analyse	48
5. Regnskapsanalyse.....	50
5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse	50
5.2 Presentasjon av rapporterte tall.....	51

5.3 Omgruppering for analyse	55
5.4 Analyse av målefeil og justeringer	60
5.4.1 Justering av balanse og resultatregnskap	61
5.4.2 Omgrupperte og justerte regnskapstall	63
5.5 Videre rammeverk for forholdstallsanalyse	66
6. Analyse av risiko	67
6.1 Likviditetsanalyse – analyse av kortsiktig risiko	67
6.1.1 Likviditetsgrad 1	68
6.1.2 Likviditetsgrad 2	69
6.1.3 Rentedekningsgrad	70
6.1.4 Finansiell gjeldsdekningsgrad	71
6.1.5 Kontantstrømanalyse	72
6.1.6 Oppsummering likviditetsanalyse	73
6.2 Soliditetsanalyse – analyse av langsiktig risiko	75
6.2.1 Egenkapitalprosent	75
6.2.2 Covenantskrav	76
6.2.3 Netto driftsrentabilitet	76
6.2.4 Finansieringsmatrise	77
6.2.5 Oppsummering soliditetsanalyse	79
6.3 Oppsummering – syntetisk rating	80
7. Historiske avkastningskrav	82
7.1 Avkastningskrav til egenkapital	82
7.2 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld	87
7.2.1 Finansielt gjeldskrav	87
7.2.2 Finansielt eiendelskrav	87
7.2.3 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld	88
7.3 Avkastningskrav til netto driftskapital	89
8. Analyse av lønnsomhet – strategisk fordel	90
8.1 Superrentabilitet til egenkapital	90
8.2 Dekomponering av superrentabilitet	91
8.3 Dekomponering av driftsfordel	92
8.4 Dekomponering av ressursfordel	93
8.4.1 Analyse av marginfordel	94

8.4.2 Dekomponering av omløpsfordel.....	95
8.5 Oppsummering av Norwegians driftsfordel	96
8.6 Finansieringsfordel	97
8.7 Oppsummering av historisk superrentabilitet.....	99
9. Vekstanalyse.....	100
9.1 Rammeverk for fremtidsregnskapet	100
9.2 Våre forventninger til fremtiden.....	101
9.3 Utvikling i budsjett drivere.....	104
9.4 Presentasjon av fremtidsregnskapet.....	113
10. Fremtidskrav.....	115
10.1 Avkastningskrav til egenkapital	115
10.2 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld.....	116
10.3 Avkastningskrav til netto driftskapital	117
10.4 Analyse av budsjett – superrentabilitet.....	118
11. Fundamental verdsettelse	119
11.1 Oversikt over metoder og modeller	119
11.1.1 Egenkapitalmetoder	119
11.1.2 Selskapskapitalmetoder.....	121
11.2 Verdsettelse etter egenkapitalmetoden	123
11.3 Verdsettelse etter selskapskapitalmetoden	123
11.4 Konvergens mot endelig egenkapitalverdi	124
11.5 Usikkerhet i verdiestimatet.....	126
11.6 Sensitivitetsanalyse.....	128
11.7 Oppsummering verdiestimat.....	131
12. Komparativ verdsettelse	132
12.1 Multipler	133
12.2 Konklusjon komparativ verdsettelse	138
13. Konklusjon	139
14. Litteraturliste	141

1. Innledning

1.1 Motivasjon

Norwegian var av flere årsaker et interessant selskap for oss å skrive en verdsettelsesoppgave om. På kort tid har selskapet gått fra å operere et par fly på innenriksruter i Norge til å etablere seg som Europas tredje største lavkostflyselskap. Denne veksten har funnet sted i en periode hvor flere av de etablerte aktørene i Norge og resten av Europa slet med flat til lav passasjervekst og svake resultater.

Flybransjen er også en spennende bransje å analysere fra et finansielt perspektiv. Flybransjen har historisk sett hatt vanskeligheter med å skape tilstrekkelig avkastning til sine investorer, men paradoksalt nok ser ikke dette ut til å ha lagt noen demper på bransjens evne til å tiltrekke seg kapital for å investere i stadig ekspanderende flyflåter. Det er likevel et spørsmål om ikke noe må endre seg om bransjen skal være i stand til å tiltrekke seg kapitalen nødvendig for å finansiere fremtidig ekspansjon. I tiden fremover vil bransjen måtte foreta store investeringer for å ta unna for den fremtidige etterspørselsveksten. Store deler av denne veksten forventes å komme fra verdens fremvoksende økonomier.

Selv om bransjen som helhet har slitt med å skape avkastning større enn avkastningskravet, eksisterer det likevel flyselskaper i bransjen som har fått dette til. Hva det er som skiller disse finansielt suksessfulle flyselskapene fra resten av bransjen, er derfor også et interessant spørsmål. En analyse av flybransjen vil forhåpentligvis gi en indikasjon på hvilke omstillinger bransjen må gjennom for å håndtere utfordringene den står overfor.

En siste faktor som gjorde det interessant for oss å skrive en verdsettelsesoppgave om Norwegian, var vårt inntrykk av at Norwegian-aksjen genererer stor interesse blant et bredt spekter av norske investorer.

1.2 Problemstilling

Målsetningen til denne oppgaven er å besvare problemstillingen:

Kan Norwegians aksjekurs på NOK 228,70 per 16.02.2015 rettfærdiggjøres basert på selskapets underliggende økonomiske forhold?

På bakgrunn av svaret på problemstillingen vil oppgaven gi en kjøp-, hold- eller salgsanbefaling av Norwegian-aksjen.

1.3 Avgrensning

En verdsettelsesoppgave kan gjøres nærmest grenseløst omfattende. Vår oppgave er gitt en tidsfrist, og det ble derfor nødvendig å foreta visse avgrensninger. De viktigste avgrensningene blir gjennomgått nedenfor.

Den fundamentale verdsettelsen baserer seg kun på offentlig tilgjengelig informasjon som ble allmenn kjent før 16.02.2015. Underveis dukket det stadig opp ny informasjon som hadde potensial til å endre både Norwegians aksjekurs og fremtidsutsikter, slik at en «informasjonsgrensedato» ble nødvendig. De viktigste hendelsene som har oppstått for Norwegian etter denne informasjonsgrensedatoen, og som dermed ikke er tatt hensyn til i oppgaven, er Norwegians pilotstreik i mars, Ryanairs åpning av base på Kastrup flyplass i mars og streiken i SAS i mai.

Norwegian opererer i en global bransje og har således mange konkurrenter fra flere forskjellige kontinenter. I en komparativ verdsettelse skal man utføre flere sammenligninger av regnskapstallene til selskapet man verdsetter og regnskapstallene til bransjen den opererer i. Det er ikke gjennomførbart å konstruere bransjeregnskapstall hvor man tar hensyn til alle Norwegians konkurrenter, slik at det også her ble gjort noen avgrensninger. Valg av komparativ bransje blir redegjort for i kapittel 2.1.

I flybransjen opererer de fleste flyselskaper som datterselskap i et større konsern. Årsaken til dette er at flere flyselskaper opererer med forretningsvirksomhet innenfor andre områder enn passasjertransport. Denne forretningsvirksomheten drives vanligvis gjennom separate selskaper i samme konsern. På grunn av flyselskapenes selskapsstruktur har det blitt benyttet konsernregnskapstall for alle flyselskapene i denne oppgaven. Ettersom virksomhet innen andre forretningsområder enn passasjertransport som oftest representerer en relativt liten andel av konsernets totale aktiviteter, vil bruk av konsernregnskapstall være av liten praktisk betydning for resultatet av analysen.

Selskapene i vår komparative bransje benytter seg av ulike regnskapsår som følge av at de er fra forskjellige land. I oppgaven ses dette bort ifra. Det utføres altså ikke eventuelle justeringer i regnskapstallene for å korrigere for effekten differansen i regnskapsår måtte ha. Den største og viktigste hendelsen mellom de forskjellige regnskapsårene i vår komparative bransje var det store oljeprisfallet som oppstod i midten av 2014. Ettersom de fleste flyselskaper opererer på langtidsoljekontrakter, vil imidlertid ikke oljeprisfallet ha

nevneverdig effekt på de fleste flyselskaper før regnskapsåret 2015. Vi mener derfor at denne avgrensningen heller ikke vil ha stor betydning for resultatene av analysen vår.

1.4 Oppbygging av oppgaven

Oppgaven er strukturert slik at den følger professor og foreleser ved Norges Handelshøyskole, Kjell Henry Knivsflå (2015), sitt generelle oppsett for en masteroppgave i verdsettelse.

I kapittel 2 presenteres fakta om flybransjen og selskapene som utgjør vår komparative bransje.

I kapittel 3 presenteres forskjellige verdsettelsesmetoder før rammeverket for fundamental verdsettelse går grundigere igjennom.

I kapittel 4 utføres en strategisk analyse av Norwegian for å få et innblikk i selskapets strategiske posisjon.

I kapittel 5-8 utføres en økonomisk analyse av Norwegian for å få innblikk i selskapets økonomiske posisjon.

Den strategiske og økonomiske analysen utgjør nå en strategisk regnskapsanalyse som danner grunnlaget for utarbeidelsen av Norwegians fremtidsbudsjett i kapittel 9 og avkastningskrav i kapittel 10. Basert på Norwegians fremtidsbudsjett og fremtidige avkastningskrav beregnes verdien av Norwegian-aksjen i kapittel 11.

I kapittel 12 utføres en komparativ verdsettelse.

I kapittel 13 avsluttes oppgaven med en konklusjon om våre funn.

2. Presentasjon av bransje og virksomhet

2.1 Flybransjen og valg av komparativ bransje

Flybransjen er en enorm bransje. Globalt fraktet den i 2014 mer enn 3,3 milliarder passasjerer, hadde mer enn 8 millioner ansatte og omsatte for USD 746 milliarder, en sum som tilsvarer ca. 1 % av verdens bruttoprodukt (IATA¹, 2014a). Syltynne marginer gjør imidlertid at bransjen ikke sitter igjen med mye av omsetningen som resultat. I 2014 var resultatmarginen globalt 2,4 %, noe som resulterte i et nettoresultat på USD 18 milliarder.

Lave marginer gjorde også at bransjen ikke evnet å skape avkastning på sin investerte kapital på nivå med sine kapitalkostnader. Bransjens reelle profitabilitet i 2014 var dermed negativ (iata.org, 2014).

I 2014 feiret flybransjen hundreårsjubileet til verdens første kommersielle flyvning (IATA, 2014a). I løpet av disse hundre årene har bransjen vært gjennom en enorm utvikling, men bransjens vanskeligheter med å skape reell profitabilitet har vært en relativt konstant faktor (Pearce, 2013) (Borenstein, 2011). På bakgrunn av den lave avkastningen har verdens kanskje mest kjente investor, Warren Buffet, omtalt bransjen som en dødsfelle for investorer (Reed, 2013), og Richard Branson, konsernsjef i Virgin Airlines, har uttalt at om man vil bli millionær behøver man bare være milliardær for så å starte et nytt flyselskap (businessideaslab.com, 2015).

I flybransjen deles det globale markedet opp i seks deler: Afrika, Asia-Pacific, Europa, Midtøsten, Nord-Amerika og Sør-Amerika. Flyselskapenes driftsmarginer er veldig varierende i de forskjellige markedene. I 2014 hadde flyselskapene i det mest profitable markedet, det nordamerikanske, en gjennomsnittlig driftsmargin på litt over 7 %, mens flyselskapene i det minst profitable markedet, det afrikanske, hadde driftsmarginer på omtrent 0,5 % (CAPA², 2015).

Av de seks globale markedene er det europeiske blant de aller tøffeste å konkurrere i. Fri konkurranse, et relativt høyt skatte- og avgiftstrykk, store regulatoriske byrder, en ineffektiv infrastruktur og vedvarende økonomiske problemer i eurosonen, gjør at det europeiske markedet har blant de laveste driftsmarginene i bransjen (Bombardier, 2014). I 2014 var den

¹ International Air Transport Association.

² Centre for Asia Pacific Aviation.

gjennomsnittlige driftsmarginen blant europeiske flyselskaper på 1,8 %. Kun det afrikanske markedet var verre (IATA, 2014b).

Norwegians aktiviteter foregår hovedsakelig i det europeiske markedet. Derfor er de fleste av konkurrentene europeiske flyselskaper. Etersom denne oppgaven vil sammenligne Norwegians regnskapstall med regnskapstall fra en komparativ bransje, og inntjeningsnivåen til flyselskaper i de forskjellige markedene er såpass forskjellig, har vi valgt å konstruere vår komparative bransje utelukkende av europeiske flyselskaper. Dette er for å få mest mulig relevante sammenligningstall. Vår komparative bransje består av flyselskapene SAS, Lufthansa, KLM, Air Berlin, Ryanair og EasyJet, i tillegg til Norwegian. I den komparative bransjen har vi valgt å inkludere både lavkost- og fullserviceselskaper for å skape et så representativt bilde som mulig av Norwegians komparative bransje.

Oppgaven vil først presentere forskjellene mellom lavkost- og fullserviceforretningsmodellene, før de individuelle selskapene som utgjør vår komparative bransje presenteres. Deretter vil Norwegian sammenlignes med den komparative bransjen, etterfulgt av en analyse av utviklingen i tilbud og etterspørsel, passasjervekst og kostnadsstruktur i den komparative bransjen.

2.2 Flybransjens forretningsmodeller

Kommersielle flyselskaper opererer hovedsakelig ut ifra de to forretningsmodellene lavkost og fullservice. Fullserviceselskapene har historisk sett vært den dominerende (og eneste) forretningsmodellen i flybransjen, men etter fremveksten av lavkostselskapene over de siste tiårene, er markedet nå mye mer delt mellom dem. I 2013 stod lavkostselskapene for 32 % av alle avgangene i Europa (Israel, 2014).

Lavkostselskap

Lavkostselskapene kjennetegnes av billige flybilletter og lave operasjonelle kostnader. Rutenettet deres består hovedsakelig av korte og mellomdistanseruter.

Lavkostselskapenes rimelige billettpriser muliggjøres av en kombinasjon av lave operasjonelle kostnader, og at produktet som selges ofte er destillert ned til det helt essensielle – et sete på et fly. På en flyreise med et lavkostselskap koster ofte alt annet enn seteplassen ekstra. Bagasje, seterreservering, mat om bord o.l. må man altså betale ekstra for. Disse tilleggstjenestene er en viktig driftsinntektskilde for lavkostselskapene, og en viktig kilde for

resultatet ettersom det ofte er høyere marginer på salg av tilleggstjenester enn selve billettsalget (Ørstavik, 2012).

Lavkostselskapenes lave operasjonelle kostnader kommer hovedsakelig av å operere en standardisert og homogen flyflåte og at de opererer ut ifra sekundære flyplasser i stedet for de store hub-flyplassene³. Den standardiserte flåten gjør at selskapet sparer på alt fra innkjøp av fly til reparasjonskostnader, opplæring og reservedeler. Å operere ut ifra de sekundære flyplassene senker selskapets operasjonelle kostnader fordi flyplassavgiftene er betraktelig lavere på disse flyplassene (ryanair.com, 2015a).

Lavkostselskapene har også ofte «kreative» ansettelsesmetoder hvor selskapene ansetter gjennom selskaper med hovedkontor i andre land. Dette gjøres for å unngå visse skatte- og avgiftskostnader forbundet med å ha ansatte og reduserer dermed selskapets lønnsutgifter (Bachman & Matlack, 2015). Lavkostselskapene har også ofte veldig god logistikkstyring (blant annet muliggjort av den standardiserte flyflåten) som resulterer i høyere kabinfaktor. I tillegg blir salg av billetter og check-inn ofte utført på nett, noe som reduserer skrankekostnader (The Economist, 2013).

Fullserviceselskap

Fullserviceselskapene kjennetegnes av at de tar bedre betalt for billettene de selger samtidig som de har høyere operasjonelle kostnader. De fleste fullserviceselskaper tilbyr alt fra kort- til langdistanseruter, i tillegg til at de ofte er medlem i flyselskapsnettverk som utvider rutenettet deres ytterligere.

Fullserviceselskapene kalles «fullservice» fordi kjøp av en flybillett hos et fullserviceselskap ofte inneholder nettopp full service. Bagasje, mulighet til seterreservering og servering av mat om bord er tjenester som ofte inkluderes i prisen ved kjøp av flybillett hos et fullserviceselskap.

Fullserviceselskapenes høye operasjonelle kostnader kommer av flere faktorer, men den viktigste er trolig at de aller fleste fullserviceselskaper er et lands «flaggbærer». En flaggbærer er et flyselskap som har nytt fordeler og rettigheter gitt av det offentlige, samtidig som det offentlige ofte har vært eier i selskapet (Flag Carrier, 2015). I vår komparative

³ Strategisk lokaliserte flyplasser eller hvor et stort flyselskaps aktiviteter og fasiliteter er lokalisert. Kilde: your.heathrow.com (2015).

bransje er SAS flaggbæreren til de skandinaviske landene, Lufthansa flaggbærer i Tyskland og KLM flaggbærer i Nederland.

I dag er de fleste flaggbærerne helt eller delvis privatisert, og konkurrerer stort sett på lik linje i markedet med alle andre flyselskaper. De tidligere flaggbærerne er imidlertid fortsatt tynget av forretningsavgjørelser som ble tatt i tiden hvor de gjerne var landets eneste flyselskap, og av det offentlige fikk særavtaler og beskyttelse mot konkurranse. Flere av de gamle flaggbærerne har for eksempel enorme pensjonsforpliktelser i dag som følge av avtaler inngått i denne perioden (Gjendem, 2014). De mektige fagforeningene som oppstod i tiden da flaggbærerne nærmest opererte på monopollisenser, har også forverret disse selskaperes muligheter til å endre kostnadsstrukturene sine, nå som de konkurrerer på et tilnærmet fritt marked (Odenrud & Norli, 2012).

En annen faktor som bidrar til fullserviceselskaperes høyere operasjonelle kostnader er deres varierte flyflåte. En variert flyflåte gjør at driftskostnadene øker som følge av at alt fra innkjøp av fly til reparasjoner, opplæring og kjøp av reservedeler blir dyrere. Det er to hovedårsaker til fullserviceselskaperes mer varierte flyflåte. Den første er at deres mer diversifiserte rutenett gjør det nødvendig med en mer diversifisert flyflåte. Den andre er at vekststrategien deres har vært mye mindre aggressiv enn lavkostselskaperes. Lavkostselskaperes vekstrategi har basert seg på store enkeltbestillinger av like fly, vanligvis fra én produsent. Fullserviceselskaperne har derimot hovedsakelig satset på flere mindre bestillinger av nye fly spredt utover lengre tidsperioder. Etter hvert som flyprodusentene har kommet ut med nye modeller har dette da resultert i at fullserviceselskaperne besitter en mer variert flyflåte. Ettersom fullserviceselskaperne også holder flyene sine i drift mye lengre enn hva lavkostselskaperne gjør, kommer de også på etterskudd når det gjelder forsøk på å homogenisere flåten sin.

Fullserviceselskaperne er også ofte mindre spisset i sin forretningsvirksomhet. Der lavkostselskaperne fokuserer utelukkende på passasjertransport, driver fullserviceselskaperne ofte med virksomhet innen flere andre forretningsområder. Utenom passasjertransport driver for eksempel Lufthansa med logistikk, reparasjoner og vedlikehold, IT-tjenester og catering (lufthansagroup.com, 2015).

2.3 Selskapene i den komparative bransjen

2.3.1 Lavkostselskapene

Norwegian Air Shuttle ASA (Norwegian)

Norwegian, grunnlagt i 1993, er Skandinavias nest største flyselskap og det tredje største lavkostselskapet i Europa med rundt 4500 ansatte. I 2014 fraktet Norwegian 24 millioner passasjerer på 424 ruter til 130 destinasjoner i Europa, Nord-Afrika, Midtøsten, Thailand og USA. Kabinfaktoren⁴ for 2014 var på 81,0 %. I 2014 omsatte Norwegian for NOK 19,5 milliarder og satt igjen med et årsresultat på NOK -1,05 milliard. Bjørn Kjos, som var med å etablere selskapet, har vært administrerende direktør siden 2002 (norwegian.no, 2015). Bjørn Kjos er også selskapets største aksjonær. Hans heleide selskap, HBK Invest AS, eier per 31.12.2014 25 % av Norwegians aksjer (Norwegian, 2015b). Siden 2013 har Norwegian som eneste lavkostselskap innført langdistanseruter til USA og Asia⁵.

Norwegians flyflåte består av 98 fly med en gjennomsnittlig flåtealder på 4,2 år. Av de 98 flyene er 85 av typen Boeing 737-800. I januar 2012 inngikk Norwegian avtale med Boeing og Airbus om kjøp av 222 fly. Dette er den største avtalen i europeisk luftfart noensinne, og den tredje største avtalen Boeing har gjort med et flyselskap. Norwegian tar levering på disse flyene fra 2016 (norwegian.no, 2012). Norwegians markedsverdi var per 16.02.2015 NOK 8,0 milliarder (Bloomberg, 2015a).

Ryanair Ltd. (Ryanair)

Ryanair, stiftet i Irland i 1985, er Europas største lavkostselskap med omtrent 9500 ansatte. I 2014 fraktet selskapet 81,7 millioner passasjerer til 189 destinasjoner i 30 land i Europa og Nord-Afrika (ryanair.com, 2015b). Ryanairs kabinfaktor i 2014 var 83,0 %. Ryanair har levert svært gode resultater det siste tiåret. Omsetningen for 2014 var på NOK 43,4 milliarder. Av dette satt selskapet igjen med et resultat etter skatt på NOK 4,5 milliarder. Michael O'Leary har vært selskapets konsernsjef siden 1994. Selskapet oppnådde i 2014 en kredittrisikoring på BBB+ fra Standard & Poor's og Fitch og har dermed den høyeste kredittrisikoringen blant flyselskaper i verden (Ryanair, 2014).

⁴ Kabinfaktor er et prosentmessig mål på hvor stor andel av tilgjengelige seter som er betalt for.

⁵ Det islandske lavkostselskapet Wow Air har planer om å starte flyvninger fra Reykjavik til Boston i mars 2015 (massport.com, 2015).

Ryanairs flyflåte består av 297 fly av typen Boeing 737-800 med en gjennomsnittlig flåtealder på 5,5 år. I 2014 bestilte Ryanair 180 nye Boeing 737-800 fly. Selskapet tar levering på disse flyene mellom 2014 og 2018. Ryanairs eiere er private aksjonærer, hvor største aksjonær (per 06.06.2014) er Capital Research and Management Company med en aksjepost på 16,7 % (Ryanair, 2014). Ryanairs markedsverdi per 05.03.2015 var NOK 114,6 milliarder (Bloomberg, 2015b).

EasyJet PLC (EasyJet)

EasyJet, stiftet i England i 1995, er Storbritannias største flyselskap og Europas nest største lavkostselskap med omtrent 8000 ansatte. EasyJet fraktet i 2014 64,8 millioner passasjerer på 757 ruter i over 30 land i Europa, Nord-Afrika og Vest-Asia. EasyJet hadde i 2014 den høyeste kabinfaktoren i den komparative bransjen med 90,6 %. EasyJet har som Ryanair levert konsistent gode resultater gjennom de siste årene. I 2014 omsatte EasyJet for NOK 52,4 milliarder og leverte et årsresultat etter skatt på NOK 5,2 milliarder. EasyJets uttalte ambisjon er å være Europas foretrukne kortdistanseflyselskap, og selskapet har flere år på rad blitt kåret til Storbritannias mest populære flyselskap. Carolyn McCall har vært konsernsjef siden 2010. Under hennes ledelse har selskapet opplevd enorm vekst i antall passasjerer, omsetning, resultat og aksjekurs (EasyJet, 2015) (easyjet.com, 2015).

EasyJets flyflåte består av 153 Airbus A319 og 73 Airbus A320 for en total flåtestørrelse på 226 fly med gjennomsnittlig flåtealder på 5,5 år. EasyJet opererte tidligere også Boeing-fly, men for å senke driftskostnadene bestemte selskapet seg for å fase ut Boeing-flyene og kun operere Airbus-fly. Selskapet har bestilt 132 nye Airbus A320 som selskapet tar levering på mellom 2015 og 2022. EasyJet eies av private aksjonærer. De to største eierne er easyGroup Holdings Limited og Polys Holding Limited som til sammen (per 30.09.2014) kontrollerer 34,6 % av aksjene (EasyJet, 2015). EasyJets markedsverdi per 16.02.2015 var NOK 78,2 milliarder (Bloomberg, 2015c).

2.3.2 Fullserviceselskapene

Scandinavian Airlines AB (SAS)

SAS, grunnlagt i 1946, er Skandinavias største flyselskap. SAS tilbyr flyvninger i Europa, Nord-Amerika og Asia. SAS er medlem av Star Alliance, en global samarbeidsavtale mellom 27 flyselskaper som gjør alliansen til det største flyselskapsnettverket i verden (Star Alliance, 2015). Medlemskap i nettverket gjør at SAS kan tilby turer til destinasjoner hvor de selv ikke opererer ruter, ettersom passasjerer kan fly strekningen med et annet medlem av nettverket. Passasjerer får også mulighet til å opptjene og bruke bonuspoeng hos alle selskapene i nettverket.

Passasjertallet til SAS har holdt seg rimelig stabilt de siste ti årene, mens omsetningen har falt noe. I 2014 fraktet SAS 27 millioner passasjerer og hadde en kabinfaktor på 75,3 %. SAS omsatte i 2014 for NOK 34,1 milliarder og satt igjen med et resultat etter skatt på NOK -645 millioner. SAS har opplevd røde tall i regnskapet de siste årene. I 2012 ble det rapportert at SAS var «en halvtime» unna konkurs, men de fikk den gang fremforhandlet avtaler med banker på strenge vilkår som holdt selskapet gående (Rønne, 2014). Siden den gang har selskapet blitt tvunget til drastiske kostnadsutt, blant annet gjennom oppsigelser. Selskapet har i dag omkring 12 300 ansatte. Rickard Gustafson har vært konsernsjef siden 2011 (sasgroup.net, 2015).

SAS sin flyflåte består av 103 fly med en gjennomsnittlig flåtealder på 11 år. Selskapet har bestilt 42 nye fly til langdistanseflyvningene og oppgradert kabininteriøret i eksisterende fly (sasgroup.net, 2015). Den svenske (21,4 %), danske (14,3 %) og norske (14,3 %) stat eier per 30.06.2014 tilsammen 50 % av aksjene i SAS (SAS, 2015). Siden 2009 har SAS sine eiere vært nødt til å skyte inn NOK 11 milliarder for å holde selskapet med egenkapital (Kaspersen, 2014). Markedsverdien til SAS per 16.02.2015 var NOK 5,4 milliarder (Bloomberg, 2015d).

Deutsche Lufthansa AG (Lufthansa)

Lufthansa, grunnlagt i Tyskland i 1953, er Europas største flyselskap med 118 000 ansatte. Lufthansa-konsernet eier utenom Lufthansa flere andre europeiske flyselskaper. De største av disse er Austrian Airlines, Swiss International Airlines og Germanwings. Det er likevel Lufthansa som står for hoveddelen av konsernets passasjerer og inntekter. Her omtales hele Lufthansa-konsernet og ikke bare datterselskapet Lufthansa. I 2014 fraktet Lufthansa 106

millioner passasjerer til 193 destinasjoner i 81 land. Lufthansas kabinfaktor i 2014 var 80,1 %. Lufthansa er som SAS medlem av Star Alliance (lufthansagroup.com, 2015).

I 2014 omsatte Lufthansa for NOK 259 milliarder. Av dette satt selskapet igjen med et resultat etter skatt på NOK 475 millioner. Carsten Spohr har vært selskapets konsernsjef siden 2001.

Flyflåten til Lufthansa består av 615 fly med gjennomsnittsalder på 11,5 år. Selskapet har bestilt 263 fly som selskapet tar levering på mellom 2015 og 2025. Lufthansa er i dag hovedsakelig eid av private aksjonærer etter at tidligere majoritetsseier, den tyske stat, solgte seg ned til en minoritetsposisjon i 1994. Markedsverdien til Lufthansa var per 16.02.2015 NOK 54,6 milliarder (Bloomberg, 2015e).

KLM Royal Dutch Airlines (KLM)

KLM, grunnlagt i Nederland i 1919, er det eldste flyselskapet i verden som fortsatt opererer under originalnavnet. KLM fusjonerte i 2004 med Air France og dannet Air France-KLM-konsernet som da var verdens største flyselskap målt i driftsinntekter. Siden fusjonen har imidlertid konsernet falt til en femteplass på denne listen som følge av lav inntektsvekst og fusjoneringer blant andre selskaper i bransjen. Etter fusjonen beholdt både KLM og Air France sin individuelle identitet, handelsnavn og merke, og både Air France og KLM styrer sin egen drift fra sine respektive hovedflyplasser ved Charles de Gaulle i Paris og Schiphol i Amsterdam. KLM er som datterselskap i Air France-KLM medlem av Skyteam-alliansen, verdens nest største flyselskapsnettverk (klm.com, 2015).

KLM fraktet i 2014 27,7 millioner passasjerer til 133 destinasjoner i 66 land. Kabinfaktoren i 2014 var 86,5 %. I 2014 omsatte KLM for NOK 82,8 milliarder, og oppnådde et resultat etter skatt på NOK 2,9 milliarder. KLM har rundt 32 000 ansatte. Pieter Elbers har vært konsernsjef i selskapet siden oktober 2014 (klm.com, 2015).

KLM har en flyflåte bestående av 198 fly fra Boeing, Airbus, Embraer og Fokker. Den gjennomsnittlige flåtealderen til KLM er 12,5 år. Som morselskap er Air France-KLM hovedaksjonær, mens den nederlandske stat har 5,92 % av stemmerettighetene (KLM, 2015). KLM har ikke egen børskurs, men inngår som en del av børskursen til morselskapet Air France-KLM.

Air Berlin PLC & Co. Luftverkehrs (Air Berlin)

Air Berlin, grunnlagt i 1978, er med sine 8500 ansatte Tysklands nest største flyselskap. Air Berlin flyr til destinasjoner i Europa, Thailand, Midtøsten, Nord-Afrika og Nord- og Sentral-Amerika. Air Berlin er medlem i Oneworld-alliansen, verdens tredje største flyselskapsnettverk. I 2014 fraktet Air Berlin 31,7 millioner passasjerer og omsatte for NOK 36,2 milliarder. Av denne omsetningen satt Air Berlin igjen med et resultat etter skatt på NOK -3,2 milliarder. Kabinfaktoren for 2014 var 83,5 % (Air Berlin, 2015).

Passasjerveksten i Air Berlin har de siste årene vært fraværende, og selskapet har levert negative resultater i seks av syv seneste regnskapsår. Selskapet fikk etter 2014 ny konsernsjef, og fra februar 2015 er Stefan Pichler konsernsjef (airberlin.com, 2015).

Air Berlin har en flåte på 149 fly bestående av fly produsert av Airbus, Boeing, Embraer og Bombardier. Selskapet er for tiden inni en homogeniseringsprosess med mål om å bare operere Airbus-fly i fremtiden. I 2014 avbestilte derfor selskapet 33 Boeing-fly. Den gjennomsnittlige flåtealderen til Air Berlin er 6,6 år (Air Berlin, 2015).

Air Berlin eies av private aksjonærer. Etihad Airways er per 30.09.2014 største aksjonær med 29,21 % av stemmerettighetene (Air Berlin, 2015). Markedsverdien til Air Berlin var per 16.02.2015 NOK 1,1 milliarder (Bloomberg, 2015f).

Oppsummering selskapsinformasjon

Noe av den viktigste informasjonen fra presentasjonen av de individuelle selskapene som utgjør den komparative bransjen, oppsummeres i tabell 2.1.

Tabell 2.1: Oversikt selskapsinformasjon for regnskapsåret 2014. Tallene er hentet fra selskapenes hjemmesider og års- og kvartalsrapporter for regnskapsåret 2014.

Regnskapsåret 2014	Stiftet	Ansatte	Passasjerer	Kabinfaktor	Medlem av nettverk	Flyflåtealder (år)	Homogen flyflåte
Lavkost							
Norwegian	1993	4 500	24 000 000	81,0 %	Nei	4,2	Ja
Ryanair	1985	9 500	81 700 000	83,0 %	Nei	5,5	Ja
EasyJet	1995	8 000	64 800 000	90,6 %	Nei	5,5	Ja
Fullservice							
SAS	1946	12 300	27 000 000	75,3 %	Ja	11,0	Nei
Lufthansa	1953	118 000	106 000 000	80,1 %	Ja	11,5	Nei
KLM	1919	32 000	27 700 000	86,5 %	Ja	12,5	Nei
Air Berlin	1978	8 500	31 700 000	83,5 %	Ja	6,6	Nei

Fra tabell 2.1 observeres de helt distinkte forskjellene mellom lavkostselskapene og fullserviceselskapene som utgjør vår komparative bransje. Lavkostselskapene er yngre selskaper enn fullserviceselskapene og stammer alle fra perioden hvor det europeiske flymarkedet ble åpnet opp for konkurranse. Lavkostselskapene opererer også mer homogene og yngre flyflåter enn fullserviceselskapene og har en gjennomsnittlig høyere kabinfaktor.

Lavkostselskapene frakter også langt flere passasjerer per ansatte enn fullserviceselskapene, noe som demonstrerer deres mer spissede forretningsmodell. Lavkostselskapene fraktet gjennomsnittlig 7750 passasjerer per ansatt i 2014, mens det tilsvarende tallet for fullserviceselskapene var 1126. Alle fullserviceselskapene i vår komparative bransje er også med i et globalt flyselskapsnettverk, noe ingen av lavkostselskapene er.

2.4 Norwegian sammenlignet med komparativ bransje

For en sammenligning av Norwegian med den komparative bransjen vil vi fokusere på hvordan Norwegians forretningsmodell sammenfaller med og avviker fra de to forretningsmodellene. Norwegian er utvilsomt et lavkostselskap, men samtidig avviker det på flere områder fra lavkostmodellen, slik at selskapet på noen områder ligner mer på et fullserviceselskap.

Den største og viktigste forskjellen mellom Norwegian og de to andre lavkostselskapene i vår komparative bransje, Ryanair og EasyJet, er Norwegians vesentlig høyere driftskostnader. Norwegians høye driftskostnader stammer fra det høye norske lønnsnivået Norwegian opererer under og Norwegians mer diversifiserte flåte.

Norwegian opererer allerede i dag med en flyflåte bestående av flere forskjellige flymodeller, noe de fleste lavkostselskaper vil unngå av effektivitets- og kostnadshensyn. Med sin bestilling av 222 nye fly fra både Airbus og Boeing, går Norwegian også bort fra den tradisjonelle lavkoststrategien om å bare operere fly fra én flyleverandør for å redusere opplæring-, vedlikehold- og reparasjonskostnader. Rutenettet til Norwegian er også mer diversifisert enn det typiske lavkostselskapet, ettersom selskapet i tillegg til sine kort- og mellomdistanseruter opererer langdistanseruter til USA og Asia.

Norwegian tilbyr også tilleggstenester på sine flyreiser som ligner fullserviceselskapene. Hos Norwegian får man ved kjøp av visse billettyper ta med gratis bagasje på reisen, i tillegg til at Norwegian tilbyr gratis WiFi ombord på alle sine innenriksfly.

2.5 Analyse av komparativ bransje

2.5.1 Utvikling i tilbud og etterspørsel

I flybransjen måles tilbud i Available Seat Kilometers (ASK) og etterspørsel i Revenue Passenger Kilometers (RPK). Man beregner Available Seat Kilometers ved å multiplisere antall seter i bransjen med antallet kilometer bransjen flyr. Revenue Passenger Kilometers beregnes ved å multiplisere antall betalte seter med antall kilometer de betalte setene fløy.

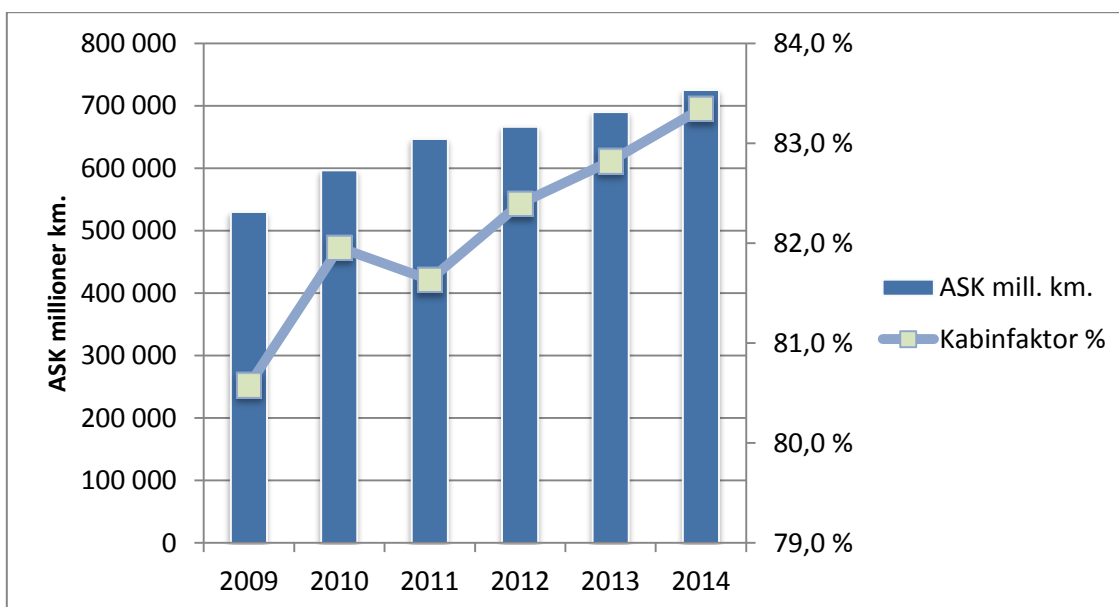
Tilbud: Available Seat Kilometers = Tilgjengelige seter · Kilometer fløyet

Etterspørsel: Revenue Passenger Kilometers = Solgte seter · Kilometer fløyet

Kabinfaktor er et mål på hvor fulle fly bransjen opererer med. Kabinfaktor måles ved å dividere antall seter etterspurt av passasjerer på antall setekilometer tilbudt av flybransjen. Kabinfaktoren er således et forholdsmål mellom bransjens tilbud og etterspørsel.

$$\text{Kabinfaktor} = \frac{\text{Revenue Passenger Kilometers}}{\text{Available Seat Kilometers}}$$

I figur 2.1 presenteres utviklingen i vår komparative bransjes tilbud (målt i available seat kilometers) og kabinfaktor.

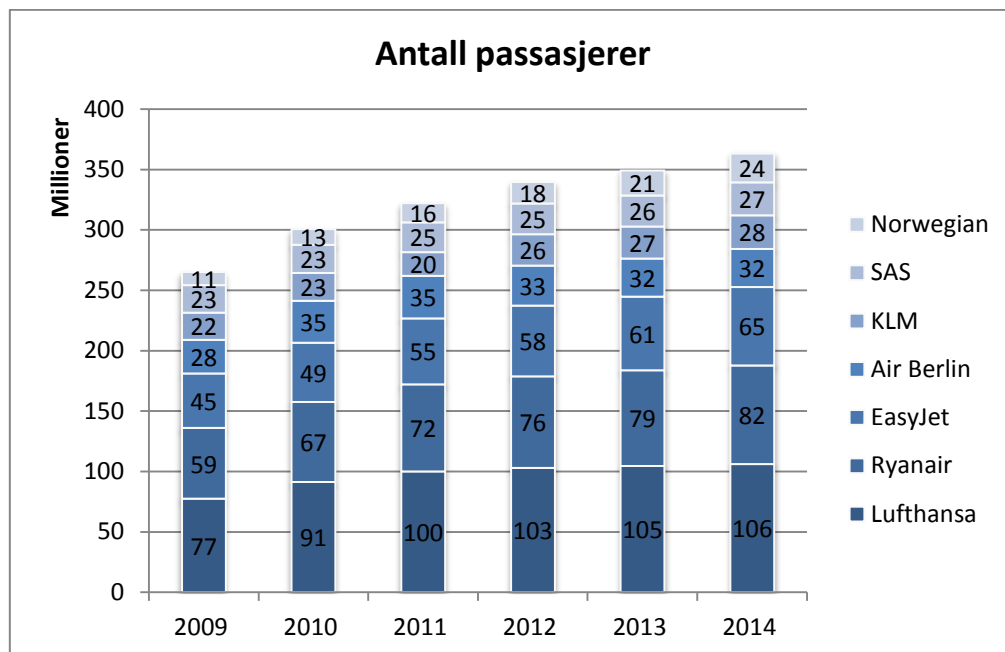


Figur 2.1: Tilbud (målt i available seat kilometers (ASK)) og kabinfaktor for komparativ bransje i perioden 2009-2014. Figuren er selvlaget av tall fra års- og kvartalsrapporter for selskapene i perioden 2009-2014.

Figur 2.1 viser at både tilbudet og kabinfaktoren i vår komparative bransje har økt i løpet av analyseperioden. Ettersom kabinfaktoren måles ved å dividere etterspørselen på tilbudet, betyr økningen i kabinfaktoren at etterspørselsveksten har vært større enn tilbudsveksten gjennom analyseperioden.

2.5.2 Utvikling i antall passasjerer

Som vist i figur 2.1 har etterspørselsveksten i flybransjen gjennom analyseperioden vært stor. Utviklingen i antall passasjerer fraktet i perioden presenteres i figur 2.2.



Figur 2.2: Antall passasjerer for komparativ bransje i perioden 2009-2014. Figuren er selvlaget av tall fra års- og kvartalsrapporter for selskapene i perioden 2009-2014.

Fra figur 2.2 fremgår det at antall passasjerer fraktet har økt kraftig i perioden. I 2014 ble nærmere 100 millioner flere passasjerer fraktet av vår komparative bransje enn i 2009.

Veksten i antall passasjerer har vært størst i de tre lavkostselskapene. I 2009 fraktet Norwegian, Ryanair og EasyJet til sammen 115 millioner passasjerer, og dermed 43 % av passasjerene i bransjen. I 2014 hadde det absolutte passasjerantallet til lavkostselskapene økt til 171 millioner, og andelen av passasjerene i bransjen økt til 47 %.

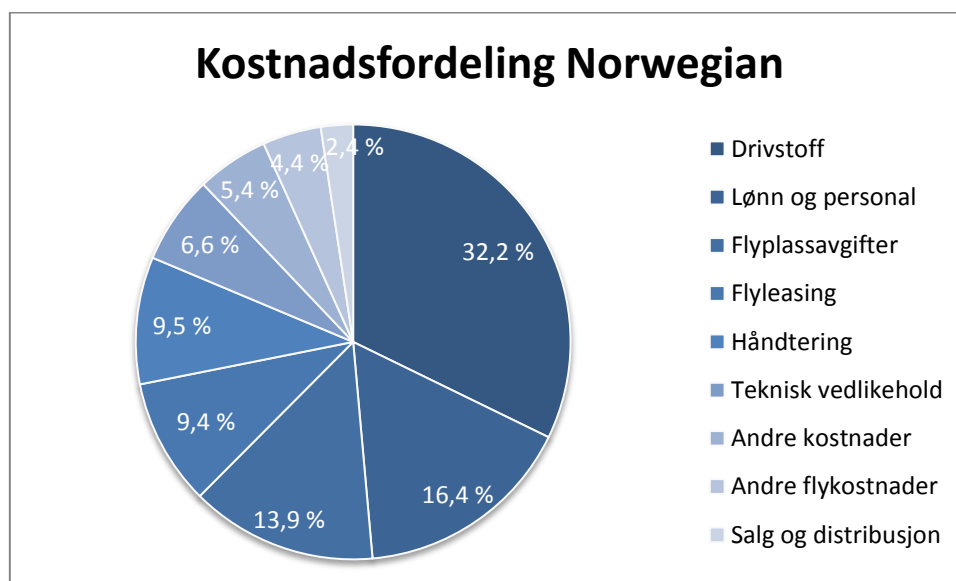
Mellom 2009 og 2011 opplevde fullserviceselskapene god vekst i antall passasjerer fraktet, hovedsakelig på grunn av Lufthansas enorme hopp i antall passasjerer fraktet i denne perioden. Denne veksten var imidlertid ikke organisk, men kom som følge av Lufthansas oppkjøp av Austrian Airlines og Brussel Airlines i 2009. På oppkjøpstidspunktet hadde de to

selskapene ca. 14 millioner passasjerer, noe som tilsvarer passasjerveksten i Lufthansa mellom 2009 og 2010.

Ser man på utviklingen siden 2011 har passasjerveksten i fullserviceselskapene vært nærmest fraværende. I løpet av de tre årene mellom 2011 og 2014 økte Lufthansa passasjerantallet sitt med 6 %, SAS med 8 %, mens Air Berlin mistet 8,5 % av sine passasjerer. KLM har i denne perioden hatt en relativt stor økning i passasjerantallet med en passasjervekst på 40 %, men denne veksten er litt misvisende ettersom den kommer etter flere år med flat og negativ vekst. Ser man på passasjerveksten i KLM over et lengre tidsperspektiv, fraktet selskapet i 2014 bare 27 % flere passasjerer enn de gjorde i 2005, noe som tilsvarer en årlig passasjervekst på ca. 2,75 % (KLM, 2006).

2.5.3 Norwegians kostnadsstruktur

Grunnet lave driftsmarginer har flybransjen et enormt kostnadsfokus. I flybransjen er de største operasjonelle kostnadene knyttet til drivstoff, lønn og flyplassavgifter. Figur 2.3 nedenfor viser kostnadsfordelingen for Norwegian i 2014.



Figur 2.3: Kostnadsfordeling Norwegian 2014. Figuren er selvlaget av tall fra Norwegians 4. kvartalsrapport.

Som man ser fra figur 2.3, utgjør drivstoffkostnader alene nærmere en tredjedel av Norwegians driftskostnader. Tidlig på 2000-tallet utgjorde lønn- og personalkostnader bransjens største utgiftspost, men etter hvert som oljeprisene steg utover tiåret, overtok drivstoffkostnadene plassen som bransjens største utgift. I 2013 var andelen

drivstoffkostnader av totale utgifter for bransjen 31 %. Norwegians andel på 32,2 % er dermed i tråd med bransjesnittet. De fallende oljeprisene fra midten av 2014 vil som følge av langtidsoljekontraktene bransjen opererer på, ikke påvirke kostnadsandelen nevneverdig før regnskapsåret 2015 (Norwegian, 2015a).

I motsetning til oljeprisen er lønnskostnader noe flyselskaper aktivt kan gjøre noe med.

Det er derfor heller ikke overraskende at lønnskostnader er den posten som i andel av totale driftskostnader varierer mest blant selskapene i vår komparative bransje. Som vist i figur 2.3 står lønnskostnadene for 16,4 % av Norwegians driftskostnader. Til sammenligning utgjør lønnskostnadene som andel av driftskostnadene 11,5 % hos Ryanair, mens de for SAS utgjør hele 25 % (Norwegian, 2015a) (Ryanair, 2014) (SAS, 2014).

Posten «andre flykostnader» er relatert til driftssystemer, markedsføring, kontorstøtte, konsulenter og andre kostnader som ikke direkte kan knyttes til drift av flyflåten og tilhørende flyspesifikke kostnader (Norwegian, 2015).

Informasjonen fra dette kapitlet vil anvendes i den strategiske analysen i kapittel 4, for å avgjøre hvorvidt Norwegian besitter en strategisk fordel. Men først vil kapittel 3 gjennomgå ulike verdsettelsesmetoder og rammeverket for verdsettelsesmetoden som benyttes i denne oppgaven.

3. Verdsettelsesmetoder

I dette kapitlet presenteres forskjellige verdsettelsesmetoder før rammeverket til den fundamentale verdsettelsesmetoden går grundigere igjennom. Dette er verdsettelsesmetoden som hovedsakelig benyttes i denne oppgaven.

3.1 Oversikt over verdsettelsesmetoder

I følge Damodaran (2002, kap. 2, s. 1) finnes det tre forskjellige tilnærminger til verdsettelse. Disse tre er den fundamentale verdsettelsesmetoden (også kalt diskontert kontantstrøm-metoden), komparativ verdsettelse og den betingede krav-metoden.

Den fundamentale verdsettelsesmetoden sier at en eiendels verdi er lik nåverdien av hva de fremtidige kontantstrømmene eiendelen kommer til å generere. Den kalles «fundamental» ettersom den baserer seg på en evaluering av eiendelens underliggende økonomiske fundamentale forhold som kontantstrømmer, risikoprofil og vekstpotensial.

I en komparativ verdsettelse avgjør man en eiendels verdi ved å sammenligne den med verdien på lignende eiendeler i markedet. For å utføre en komparativ verdsettelse konstruerer man først multipler basert på variabler som eiendelene har til felles (for eksempel inntekter, kontantstrømmer eller bokverdier). Ut ifra antagelsen om at markedet har priset eiendelene man sammenligner med på en korrekt måte, kan man ved sammenligning av multiplene vurdere rimeligheten til prisingen av eiendelen.

Ved den betingede krav-metoden priser man eiendeler på en måte som ligner Black-Scholes-metoden å prise opsjoner på. Metoden anerkjenner at noen eiendeler besitter karakteristikk som gjør at de ligner på opsjoner, og at det derfor er fornuftig å prise dem deretter. Damodaran (2002, kap. 2, s. 16) gir eksempelet på at et oljereserve kan være en fornuftig eiendel å prise ved hjelp av denne metoden. Akkurat som en finansiell opsjon kan bli agert på ut ifra om den er *i* eller *utenfor* pengene, kan et oljefelt bli utviklet eller ikke utviklet basert på forventninger om den fremtidige oljeprisen og utvinningskostnader. Priser man et oljefelt basert på den diskonterte kontantstrøm-metoden, vil man ikke fange opp de betingede kravene ved endringer i enten oljeprisen eller utviklingskostnadene. Den betingende krav-metoden vil ta disse faktorene med i verdsettelsen og derfor gi et bedre estimat på oljefeltets verdi.

Damodaran (2002, kap. 2, s. 18) noterer til slutt at en grunnleggende forståelse av fundamental verdsettelse er avgjørende for å kunne bruke den komparative og betingende krav-metoden ettersom dens premisser underbygger begge.

3.2 Valg av verdsettelsesmetode

I følge Damodaran (2002, kap. 23, s. 5) bør valg av verdsettelsesmetode avgjøres basert på hvor et selskap befinner seg i sin livssyklus. Det er vår formening at Norwegian faller inn under hva Damodaran kaller den høye vekstfasen. Denne fasen er karakterisert av:

- Hurtigvoksende driftsinntekter samtidig som driftsresultatet «henger etter».
- At firmaet er i besittelse av informasjon om eldre og pågående operasjoner som er nyttig i verdsettelsesprosessen.
- At industrien firmaet opererer i består av konkurrenter i forskjellige faser av sin egen livssyklus.
- At firmaet besitter eiendeler av signifikante verdier samtidig som firmaet selv er priset ut fra forventninger om fremtidig vekst.

Norwegian har, som det fremgår av regnskapsanalysen i kapittel 5, hurtigvoksende driftsinntekter samtidig som driftsresultatet «henger etter». Etter mer enn ti år i operasjon besitter nå Norwegian flere årsregnskap og rapporter som beskriver tidligere og pågående operasjoner. Norwegian konkurrenter er også i forskjellige faser i sine livssykluser. Vår komparative bransje består av SAS, Lufthansa, KLM og Air Berlin som er veletablerte selskaper i stabile faser, og Ryanair og EasyJet som er nyere selskaper i etablerings- og høy vekst-faser. Verdsettelsen i kapittel 11 demonstrerer at selv om Norwegian er i besittelse av eiendeler av signifikante verdier, er børsverdien deres hovedsakelig et resultat av forventninger om fremtidig vekst.

Basert på denne informasjonen og med bakgrunn i kravene til denne oppgaven, produseres en verdsettelse av Norwegian basert på fundamental verdsettelse. Denne metoden vil så bli supplert av en komparativ verdsettelse for å kunne sammenligne og evaluere resultatene til de to metodene.

3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse utføres i tre steg (Knivsfå, 2015).

Steg 1: Strategisk analyse (kapittel 4)

For å skaffe oss innsikt i de underliggende strategiske forholdene i selskapet utføres først en strategisk analyse av Norwegian. Et selskaps strategiske posisjon avgjøres av selskapets strategiske fordel, eller evne til å skape avkastning utover avkastningskravet.

Et selskap kan oppnå en strategisk fordel på to måter. Den første er gjennom å operere i en bransje med en iboende strategisk fordel. Dette kalles for en bransjefordel eller ekstern fordel. En ekstern fordel kan for eksempel komme av at bransjen opererer på statlige lisenser som hindrer konkurrenter i å entre bransjen, og at bransjen dermed klarer å skape avkastning høyere enn bransjekravet. Den andre måten et selskap kan oppnå en strategisk fordel på er ved å besitte ressurser som gir selskapet en fordel overfor konkurrentene sine. Dette kalles en ressursfordel eller intern fordel. En intern fordel stammer eksempelvis fra patenter som gir selskapet enerett på produksjon av en viss vare og dermed gjør det mulig å skape høyere avkastning enn bransjen.

For å avgjøre om et selskap besitter en ekstern fordel må man først analysere de makroøkonomiske faktorene som påvirker bransjen den opererer i, før man analyserer konkurransesituasjonen innad i bransjen. For den makroøkonomiske analysen utføres en PESTEL-analyse, mens konkurransesituasjonen innad i bransjen analyseres ved bruk av Porters femkraftsmodell.

For å avgjøre om et selskap besitter en intern fordel må man først kartlegge ressursene selskapet er i besittelse av, og deretter sammenligne dem med ressursene til de konkurrerende selskapene i bransjen. Om selskapet besitter ressurser konkurrentene ikke har tilgang til, må man så vurdere om disse ressursene gir selskapet en strategisk fordel. For å avgjøre om Norwegian besitter en ressursfordel gjennomføres en VRIO-analyse.

Steg 2: Regnskapsanalyse (kapittel 5, 6, 7 & 8)

Etter gjennomføring av den strategiske analysen utføres en regnskapsanalyse for å få innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i Norwegian.

En analyse av Norwegian's finansregnskap krever at regnskapene først omorganiseres slik at tallene blir bedre egnet for analyse. Tallene må så justeres for å korrigere for potensielle

målefeil. Ut ifra en analyse av selskapets regnskapstall og risikoprofil beregnes deretter Norwegians avkastningskrav. Norwegians lønnsomhet vil så vurderes for å beregne selskapets strategiske fordel. Steg 1 og 2 utgjør nå en strategisk regnskapsanalyse.

Steg 3: Fremtidsbudsjett, fremtidskrav og verdsettelse (kapittel 9, 10 & 11)

Det tredje og siste steget i analysen består av å bruke tallene fra den strategiske regnskapsanalysen til å utarbeide et fremtidsbudsjett som estimerer selskapets fremtidige kontantstrømmer. Et fremtidig avkastningskrav blir kalkulert på bakgrunn av selskapets risikoprofil og våre forventninger om fremtiden. Kontantstrømmene fra fremtidsbudsjettet diskonteres med avkastningskravet, slik at nåverdien til Norwegians egenkapital kan beregnes.

4. Strategisk analyse

I dette kapittelet presenteres den strategiske analysen av Norwegian. Den strategiske analysen utføres for å undersøke Norwegians strategiske posisjon, noe som igjen avhenger av Norwegians evne til å generere en strategisk fordel – evnen til å skape avkastning større enn avkastningskravet (Knivsflå, 2015).

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

I den strategiske analysen utføres først en bransjeanalyse for å undersøke om flybransjen besitter en iboende strategisk fordel, det vil si om flybransjen skaper avkastning større enn avkastningskravet. Deretter utføres en ressursanalyse av Norwegian for å undersøke om Norwegians ressurser er kilder til en strategisk fordel overfor bransjen, altså om Norwegian har høyere avkastning enn bransjen.

Bransjeanalysen består av en PESTEL-analyse og en analyse av Porters fem konkurransekrefter. PESTEL-analysen ser på makroforholdene som påvirker flybransjen. Analysen av Porters fem konkurransekrefter analyserer konkurranseforholdene innad i bransjen. For ressursanalysen benyttes en VRIO-analyse. VRIO-analysen analyserer Norwegians ressurser for å undersøke om de gir Norwegian en strategisk fordel overfor sine konkurrenter i flybransjen. Funnene fra de tre analysene blir oppsummert i en SWOT-matrise for å gi en oversikt av Norwegians styrker, svakheter, muligheter og trusler.

4.2 Bransjeanalyse

4.2.1 PESTEL-analyse

En PESTEL-analyse brukes for å evaluere en bransjes strategiske posisjon ved å analysere de eksterne faktorene som påvirker miljøet bransjen opererer i. PESTEL-rammeverket kategoriserer de eksterne faktorene i seks hovedgrupper: politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske. Politiske faktorer fremhever rollen til det offentlige, økonomiske faktorer viser til makroøkonomiske faktorer som renter og valutakurser, sosiale faktorer viser til kulturendringer og demografiske trender, teknologiske faktorer refererer til nyvinninger som sosiale medier eller nanoteknologi. Miljømessige faktorer står spesifikt for «grønne» saker som for eksempel forurensning og CO₂-utslipp, mens juridiske viser til endringer i lover og reguleringer som enten begrenser eller utvider bransjens handlemuligheter (Johnson, Wittington & Scholes, 2011, s. 50).

PESTEL-rammeverket gir en relativt utfyllende liste av mulige påvirkninger på en bransjes strategiske suksess eller fiasko. Johnson, Wittington & Scholes (2011, s. 50) påpeker at det derfor er viktig at man tar et steg tilbake når man skal utføre en PESTEL-analyse og identifiserer bransjens viktigste drivere for endring, slik at man kan fokusere på disse. De viktigste driverne for endring vil være de faktorene som har størst effekt på bransjens strategiske suksess eller fiasko. Gjennom å analysere hvordan disse faktorene påvirker miljøet bransjen opererer i, og spesielt hvordan disse faktorene er i endring, er man i stand til å evaluere bransjens strategiske posisjon. PESTEL-analysen vår er derfor ikke uttømmende når det kommer til faktorer som påvirker flybransjen, men inneholder elementene vi mener er flybransjens viktigste drivere for endring.

I denne analysen er den politiske og juridiske analysen slått sammen, ettersom både det norske og europeiske rettsvesenet hovedsakelig består av politisk skapt lov, og de to faktorene vil derfor være relativt sterkt knyttet sammen (Merryman & Pérez-Perdomo, 2007).

Politiske og juridiske forhold

USA deregulerte og liberaliserte flyindustrien sin på slutten av 1970-tallet (congress.gov, 1978). Europa gikk gjennom en lignende liberalisering på 1990-tallet (The Economist, 1997). Liberaliseringen innebar at mange av de gamle flaggbærerne ble helt eller delvis privatisert, flere av de gamle monopolene i bransjen oppløst og adgangsbarrierer ble fjernet. EUs prinsipp om fri etablering ga europeiske flyselskaper muligheten til å ekspandere sin virksomhet til alle EU- og EØS-land, og avtaler om «åpen himmel» mellom EU og USA åpnet også opp konkurransen på transatlantiske flyvninger (state.gov, 2015). Liberaliseringen av flybransjen førte i både Europa og USA til kraftig økning i konkurransen blant de allerede eksisterende flyselskapene og de mange nyetableringene som dukket opp som følge av liberaliseringen av markedet. Dette resulterte igjen i fallende priser og en stor ekspansjon av passasjerenes reisemuligheter (Sharpenseel, 2001).

Samtidig som det offentlige har åpnet flybransjen opp for konkurranse, har dets innblanding også påført bransjen store kostnader. Siden terrorangrepene i New York 11.09.2001 har spesielt de mer restriktive sikkerhetstiltakene bransjen har blitt pålagt vært kostbare (Blalock, Kadiyali & Simon, 2007). Lengre tidsbruk på flyplasser som følge av mer omfattende sikkerhetstiltak gjør substitutter som høyhastighetstog relativt sett mer attraktive for reisende. Europeiske flyselskapers konkurransevne svekkes også av restriktive arbeidslover som begrenser deres adgang til å ansette arbeidskraft fra land utenfor EU. Ettersom europeiske

flyselskaper konkurrerer på det globale markedet, medfører dette en ulempe i forhold til deres globale konkurrenter fra Asia og Midtøsten som opererer med lavkostpersonell. I tillegg har praksisen med å lisensiere vekk monopolisenser for å drifte flyplasser og proteksjonisme overfor flyprodusenter bidratt til å heve kostnadsnivået for hele bransjen (Pearce, 2013).

Økonomiske forhold

De viktigste makroøkonomiske faktorene som påvirker flyindustrien er økonomisk vekst, oljepris og rentenivå.

Økonomisk vekst er den største driveren for etterspørsel i flybransjen ettersom etterspørselsveksten i flybransjen historisk sett har vært en multiplikator for den økonomiske veksten. Siden 1970 har verdens bruttoprodukt økt 3-4 ganger, mens etterspørselsveksten i flybransjen på samme tid har mer enn tidoblet seg (Pearce, 2013). Multiplikatoren er høyere i de fremvoksende økonomiene og lavere i de utviklede, men selv i Europa regner Boeing, Airbus og Embraer med at multiplikatoren vil være omtrent to i de kommende 20 årene (Boeing, 2014)(Airbus, 2013)(Embraer, 2014). Disse makroobservasjonene støttes også av mikroøkonomisk forskning som viser at inntektselastisiteten til flyreiser er større enn én, slik at flyreiser er noe konsumenter bruker forholdsmessig mer på jo rikere de blir (InterVISTAS, 2007).

Siden den globale finanskrisen i 2008 har den økonomiske veksten i Europa vært relativt svak. Arbeidsledigheten i europeiske land har fortsatt ikke returnert til nivået før krisen, gjeldsproblemene til PIIGS-landene⁶ er enda ikke løst, og den europeiske sentralbanken driver fortsatt med spesialtiltak for å støtte opp om økonomien i eurosonen. Det forventes dog bedring i den økonomiske veksten i Europa fremover. I løpet av de neste fem årene forventer den europeiske sentralbanken reell økonomisk vekst i eurosonen på 1,7 % (ECB⁷, 2015). Denne vekstraten er moderat, men på grunn av multiplikatoreffekten vil selv en moderat vekst ha stor påvirkning på etterspørselsveksten i flybransjen. Vi mener derfor en forventet forbedring av de økonomiske forholdene i Europa vil bidra positivt på flybransjens prestasjoner fremover.

Oljeprisen er av stor betydning for flybransjen ettersom flydrivstoff, hvis pris nesten utelukkende drives av oljeprisen, er industriens største operasjonelle kostnad (Johnson, 2014). Etter finanskrisen i 2008 falt oljeprisen dramatisk, men få år senere var den igjen godt over

⁶ Portugal, Irland, Italia, Hellas og Spania.

⁷ European Central Bank.

100 dollar fatet, og forble værende der til sommeren 2014 (IATA, 2015). Selv om flybransjens substitutter (personbiler, busser og tog) også påvirkes av høye oljepriser, er ingen av disse så mye utsatt for høye oljepriser som flybransjen fordi drivstoff ikke utgjør en like stor andel av deres operasjonelle kostnader (Moore, 2015). Siden midten av 2014 har oljeprisen igjen falt dramatisk. Prisen er nå (16.02.2015) omtrent halvparten av snittprisen fra 2009-2014. Dette prisfallet representerer et enormt innsparingspotensial for bransjen som burde resultere i kostnadskutt, billigere flybilletter og dermed en forbedret evne til å tiltrekke passasjerer. Lave oljepriser er også positivt for global økonomisk vekst, slik at lave oljepriser burde medføre forbedrede markedsforhold skulle de vedvare (Talley, 2014).

Etter finanskrisen har rentenivået i Europa blitt holdt på historisk lave nivåer for å stimulere til økt økonomisk aktivitet i kjølvannet av denne krisen (IMF⁸, 2014). Et lavere rentenivå virker ekspanderende på økonomien gjennom økt etterspørselsvekst (Norges Bank, 2004). Ettersom flybransjen er en veldig kapitalintensiv bransje, hvor store investeringer hovedsakelig finansieres med banklån, har det lave rentenivået i tiden etter finanskrisen ført til at bransjens selskaper har fått finansiert investeringene sine til veldig rimelige rater. For et selskap som Norwegian, som har investert i et stort antall nye fly i denne perioden, har det lave rentenivået vært veldig lukrativt. Vi forventer derimot at rentenivået vil begynne å bevege seg oppover igjen i takt med at den økonomiske veksten tar seg opp. Perioden hvor lave renter stimulerer til økt etterspørsel og muliggjør rimelige investeringer er derfor trolig forbi om ikke lenge.

Sosiokulturelle forhold

Den viktigste sosiokulturelle trenden flybransjen står overfor er generasjon Ys⁹ holdninger til merkevarelojalitet. Barton et. al (2013) fant at selv om generasjon Y har stor grad av merkevarelojalitet for visse produkter og industrier, er merkevarelojaliteten for flyselskaper klart mindre enn generasjonen før dem. Dette kommer av at de ser på flyreiser som et standardisert og homogent produkt hvor forskjellene på produktet selskapene leverer er marginale. Samtidig benytter generasjon Y seg i større grad av online søkeportaler for å kjøpe flybilletter enn generasjonen før dem. Barton et. al (2013) regner med at generasjon Y vil utgjøre flybransjens største kundegruppe allerede innen 2020.

⁸ International Monetary Fund.

⁹ Generasjonen født mellom ca. 1980 og 2000, også referert til som Millennials (goldmansachs.com, 2015).

Mangelen på merkevarelojalitet kombinert med bruken av online søkeportaler hvor man enkelt kan sortere reiser fra billigst til dyrest, tror vi vil føre til en fremtid hvor den eneste differensierende faktoren mellom de ulike flyselskapene er pris.

Teknologiske forhold

Stadige teknologiske utviklinger ekspanderer flybransjens appell til passasjerene. Nye, moderne fly er både billigere i drift for flyselskapene, mer komfortable for passasjerene og mer miljøvennlige for planeten. Det samme gjelder for flybransjens konkurrenter. Høyhastighetstog blir også stadig mer avanserte, og nylig brøt Japans Maglev-tog en ny fartsrekord da det oppnådde en hastighet på over 603 km/t på en testtur (McCurry, 2015). Flybransjen har imidlertid en fordel overfor høyhastighetstogene ved implementering av ny teknologi. Summene som kreves for å bygge nye og moderne høyhastighetstoglinjer er så enorme at det som oftest krever offentlig finansiering, og dermed gjerne en årelang politisk prosess før noe kan bli realisert. Japans Maglev-tog er ikke planlagt i kommersiell bruk før 2027 (McCurry, 2015). Flybransjen kan derimot selv investere i nye fly, og flyplasser kan selv finansiere og bygge nye terminaler, slik at bransjen får implementert ny teknologi mye hurtigere enn det høyhastighetstogene gjør.

Forbedringene i kommunikasjonsteknologi er en teknologisk utvikling vi tror representerer en trussel mot det forretningsreisende segmentet for flybransjen. Med alternativer som digitale møteplasser kan dyre forretningsreiser i fremtiden bli en utgiftspost som er vanskelig å forsvare. Samtidig som digitale kommunikasjonsmåter stadig forbedres, entrer generasjon Y i stadig større grad arbeidslivet. Denne generasjonen er oppvokst med bruk av slik teknologi, og vi tror derfor det er mer sannsynlig at teknologien også blir benyttet i arbeidslivet.

Miljømessige forhold

Luftfart produserer omtrent 2 % av verdens menneskeskapte utslipp av karbondioksid, i følge FNs Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) (aviationbenefits.org, 2015a). Til tross for en årlig gjennomsnittlig passasjervekst på 5 % har luftfarten begrenset utslippsveksten til 3 %, takket være store investeringer i ny teknologi og samordnet handling for å innføre nye driftsproedyrer. Grunnet bransjens store utslipp ble luftfart en del av EUs kvotehandelssystem fra 2012, hvor formålet er å begrense luftfartens utslipp av klimagasser (Miljødirektoratet, 2015a). Fra 01.01.2012 innførte den norske regjeringen obligatoriske

klimakvoter¹⁰ på alle flyreiser innen Norge, EU og EØS-området. Det betyr at prisen for klimakvotene nå er bakt inn i billettprisen på samtlige flyreiser (Korssjøen, 2010). Kvotepfiktige flyselskaper skal rapportere årlige utslipp av CO₂ og betale inn kvoter tilsvarende sine utslipp (Miljødirektoratet, 2015a). Med dette får flyselskapene insentiv til å ha en moderne og energieffektiv flåte.

Mer enn 95 % av utslippene fra luftfart kommer av forbrenning av flybensin (aviationbenefits.org, 2015b). Flybransjen står derfor overfor en miljømessig utfordring ettersom den rene kraften som kreves for å lette et fly fra bakken, gjør at fly i all overskuelig fremtid må drives på flybensin. Bransjens substitutter har derimot potensial til å kunne drives helt eller delvis elektronisk. Etter hvert som Europa beveger seg ut av den økonomiske krisen forventer vi at klimasaken kommer tilbake på dagsordenen. Vi ser derfor på det som fullt mulig at fremtiden innebærer høyere skatter og miljøavgifter for flybransjen, samtidig som mer miljøvennlige alternativer subsidieres.

Angående nordmenns holdninger til miljøet er disse tilsynelatende ikke til hinder for å fly. I en spørreundersøkelse foretatt av Norstat for NHO Luftfart i 2014 svarte kun ti prosent at de i «stor grad eller svært stor grad» flyr med dårlig miljøsamvittighet (Fintland, 2014). Dette til tross for at ni av ti (i 2011) tror luftfarten forurensmer mer enn den gjør, og hver tredje nordmann tror at flytrafikken forurensmer mer enn ti ganger så mye som den faktisk gjør (NHO Luftfart, 2012).

Oppsummering PESTEL-analyse

PESTEL-analysen viste at den politiske liberaliseringen av bransjen har resultert i økt rivalisering mellom flyselskapene, noe som har resultert i lavere billettpriser. En tyngende reguleringspolitikk innen sikkerhetstiltak har gjort flyreiser mindre attraktivt sammenlignet med tilgjengelige substitutter, samtidig som kostnadene i bransjen er drevet opp av politikk som har gitt leverandørene i bransjen en stor grad av forhandlingsmakt.

Europas svake økonomiske vekst i kjølvannet av finanskrisen har gått utover flybransjens prestasjoner ettersom forbruk på flyreiser er sensitive til inntektsvekst og er en utgiftspost mange konsumenter reduserer når hardere tider inntreffer. Prognoser for fremtiden viser at den økonomiske veksten forventes å bli bedre, og grunnet multiplikatoreffekten vil selv en moderat bedring få stor betydning for etterspørselen i flybransjen. Dersom lave oljepriser

¹⁰ En klimakvote er en tillatelse til å slippe ut ett tonn CO₂ (Miljødirektoratet, 2015b).

vedvarer, vil også dette hjelpe flybransjen med å kutte kostnader, tiltrekke seg flere passasjerer og dermed øke omsetningen. Lave renter har hjulpet industrien med etterspørselen i tiden etter finanskrisen og gjort finansiering av nye investeringer rimelig. Vi forventer imidlertid at rentenivået normaliserer seg i tiden fremover i takt med at den økonomiske veksten tar seg opp.

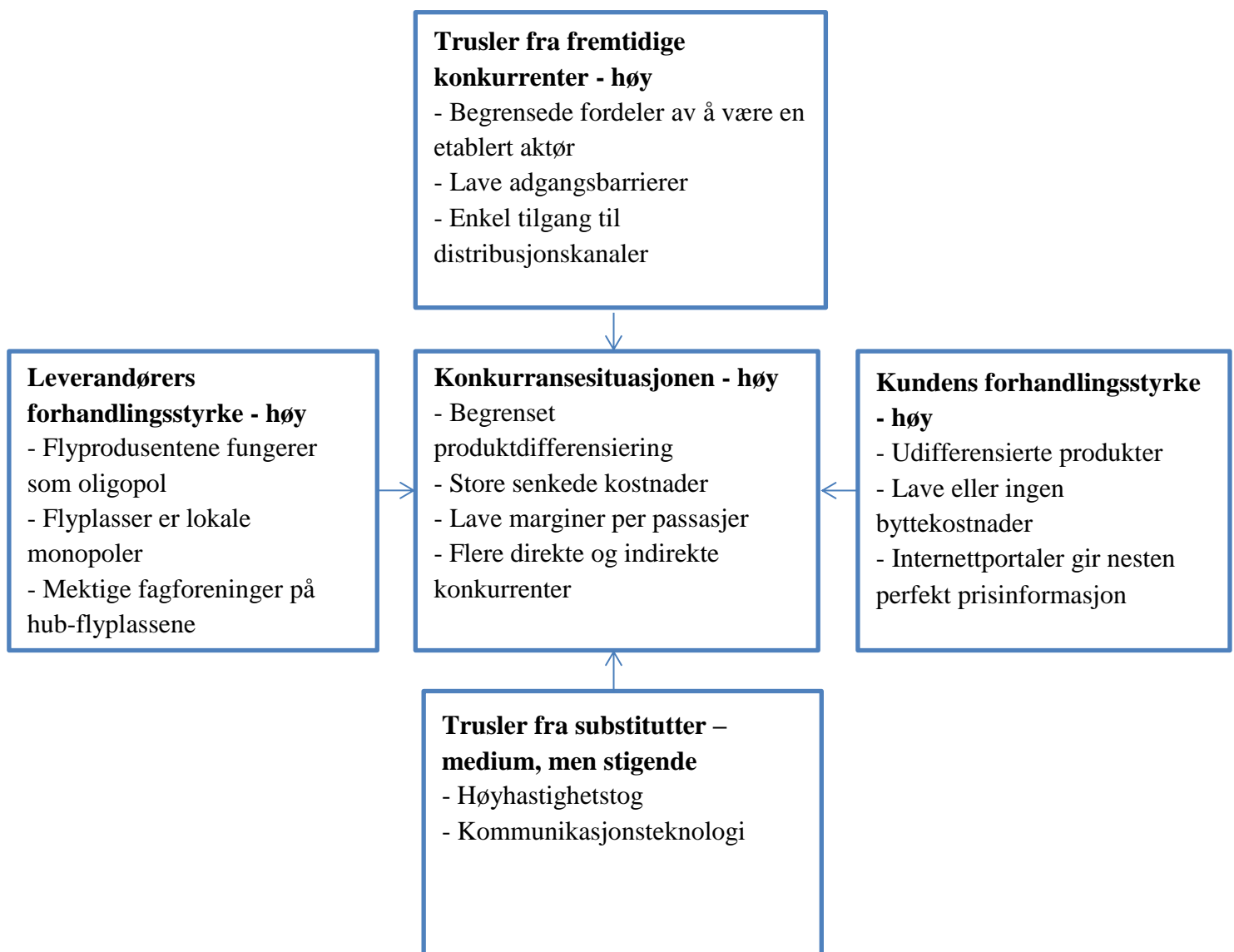
I 2020 vil generasjon Y være flybransjens største kundegruppe. Generasjon Y har svært lav grad av merkevarelojalitet for flyselskaper og bestiller sine flybilletter på online søkeportaler hvor de enkelt kan sortere etter pris. Vi forventer derfor at pris som differensierende faktor mellom flyselskaper vil bli enda viktigere i fremtiden.

Forbedringene i kommunikasjonsteknologi representerer en trussel mot det forretningsreisende segmentet av flybransjen. Det faktum at generasjon Y, som nå for alvor inntar arbeidsmarkedet, er vant til å bruke denne teknologien privat, gjør trusselen mer alvorlig.

Miljømessig er flyindustrien under granskning for sine CO₂-utslipp. Dette vil trolig i økende grad legge press på industrien til å investere store beløp i forskning og utvikling (FoU) og nytt utstyr. Flybransjen er imidlertid begrenset med hensyn til hvor mye den kan redusere sitt karbonfotavtrykk sammenlignet med nære substitutter, ettersom alle disse potensielt helt eller delvis kan drives elektrisk. Den rene kraften som kreves for å lette et fly fra bakken gjør at flyene trolig er nødt til å drives på flybensin i mange år fremover. Når den økonomiske veksten tar seg opp igjen, forventer vi at miljøspørsmålet vil returnere til dagsordenen, og at det kan føre til en fremtid hvor flybransjen blir pålagt flere miljøskatter og -avgifter, mens substitutter som høyhastighetstog subsidieres ytterligere.

4.2.2 Porters fem konkurransekrefter

Porters fem konkurransekrefter brukes for å analysere en bransjes strategiske posisjon ut ifra den interne konkurransesituasjonen i bransjen. De fem konkurransekreftene Porter analyserer er trusselen fra nye aktører, trusselen fra substitutter, kundenes forhandlingsmakt, leverandørens forhandlingsmakt og den eksisterende rivaliseringen mellom konkurrenter (Porter, 2008). Vurderes de fem faktorene som høye, vil bransjens strategiske posisjon være svak, ettersom sterk konkurranse ikke muliggjør gode profittmarginer. Er de fem faktorene lave, er bransjens strategiske posisjon god, ettersom liten grad av konkurranse gjør det mulig å drive med gode marginer.



Figur 4.1: En fremstilling av Porters fem konkurransekrefter i flybransjen. Oppsett fra Porter (2008).

Trussel fra nye aktører – høy

Det finnes relativt få adgangsbarrierer til flybransjen (Pearce, 2013). For å kunne operere et kommersielt flyselskap kreves en godkjenning kalt Air Operator Certificate. Denne utstedes vanligvis av tilsynsorganet for lufttransport i det landet man vil operere i. Kravene som stilles for å få utstedt et Air Operator Certificate er relativt rimelige. Stort sett er det krav om at flyselskapet har personell, utstyr og systemer på plass for å ivareta sikkerheten til sine ansatte og allmennheten for øvrig. Får man et europeisk Air Operator Certificate står man fritt til å operere kommersielt i hele EU- og EØS-området (EU, 2008).

Å entre nye markeder og få tilgang til lokale distribusjonskanaler er relativt enkelt (Pearce, 2013). I flybransjen er det også begrensede fordeler ved å allerede være en etablert aktør på grunn av at passasjerene ser på produktet som selges som et standardisert produkt og byttekostnadene deres er marginale. For nykommere blir det derfor relativt enkelt å konkurrere med etablerte selskaper.

På bakgrunn av lave adgangsbarrierer til bransjen og manglende fordeler av å være en etablert aktør, vurderes trusselen fra nye aktører som høy.

Trussel fra nære substitutter – medium, men stigende

Etter hvert som høyhastighetstogteknologien forbedres og linjenettet i Europa ekspanderer, utgjør høyhastighetstog en stadig større trussel for flybransjen (Pearce, 2013). Selv om høyhastighetstogene beveger seg langsommere enn fly, er de konkurransedyktige på total reisetid på flere kort- og mellomdistansetrekninger i Europa. Høyhastighetstogene kan nemlig tilby sine passasjerer mye kortere ventetid på togstasjonen før og etter reisen enn tilsvarende tid på flyplassen. I tillegg går høyhastighetstog ofte til og fra bysentrum, noe som gjør at passasjerer sparer reisen til og fra flyplassen. For det segmentet av passasjerer som finner dagens sikkerhetsprosedyrer på europeiske flyplasser tidkrevende og krenkende, kan høyhastighetstog tilby et mer behagelig alternativ ettersom de ikke opererer under like strenge offentlige sikkerhetskrav som flybransjen.

Forbedret kommunikasjonsteknologi representerer en trussel for det forretningsreisende segmentet i flybransjen. Etter hvert som kommunikasjonsteknologien forbedres tror vi flere selskaper vil få vanskeligheter med å rettferdiggjøre dyre forretningsreiser. Den trusselen kommunikasjonsteknologi utgjør forventer vi vil forsterkes over tid ettersom teknologien

stadig forbedres og generasjoner som har vokst opp med bruken av denne typen teknologi for alvor entrer næringslivet.

Fordi konkurranseevnen til høyhastighetstog reduseres relativt fort etter hvert som reiseavstanden økes og kommunikasjonsteknologi hovedsakelig utgjør en trussel mot det forretningsreisende segmentet av flybransjen, vurderes trusselen de utgjør til medium. Som påpekt i miljødelen av PESTEL-analysen er det imidlertid ikke usannsynlig at flyreiser i fremtiden beskattes og avgiftslegges hardere, samtidig som høyhastighetstog subsidieres ytterligere. Høyhastighetstog kan dermed utgjøre en større trussel i fremtiden.

Kundens forhandlingsstyrke – høy

Flyreiser oppfattes av de fleste passasjerer som et standardisert og homogent produkt (Lacy, Carroll & Church, 2009). Passasjerer opplever forskjellen i variabler som punktlighet, sikkerhet, komfort, service o.l. mellom de forskjellige flyselskapene til å være såpass marginal, slik at den avgjørende faktoren ved valg av flyselskap for de fleste er pris (O'Connell & Williams, 2005).

Online søkeportaler har gjort graden av pristransparens i flybransjen veldig høy. Ved enkle tastetrykk på sider som Expedia, Trivago eller andre søkeportaler får passasjerer tilgang til nærmest perfekt informasjon om hvilket flyselskap som tilbyr den aktuelle reisen billigst. Passasjerene gis dermed stor grad av forhandlingsstyrke ettersom det er enkelt for dem å alltid velge flyselskapet med det beste tilbudet.

Passasjerenes byttekostnader er også veldig lave i flybransjen. Det er få til ingen ulemper ved å kontinuerlig bytte flyselskap til den som tilbyr den neste reisen du planlegger billigst. Som et forsøk på å øke passasjerenes byttekostnader tilbyr de fleste flyselskaper lojalitetsprogrammer, men effekten av slike program er relativt liten ettersom ingenting hindrer passasjerene i å ha flere medlemskap hos ulike flyselskaper (Nazari, 2013).

Kundenes grad av forhandlingsstyrke vurderes som høy fordi flyreiser oppleves som et standardisert produkt, samtidig som online søkeportaler skaper pristransparens og byttekostnadene er lave.

Leverandørers forhandlingsstyrke – høy

Det globale flyprodusentmarkedet for fly i størrelsesordenen 90-220 passasjerer fungerer effektivt som et duopol. Europeiske Airbus og amerikanske Boeing står for all produksjon av kommersielle fly i denne størrelsesordenen (Harrison, 2011). Konkurranseskraftene de to selskapene utsettes for er kraftig redusert som følge av subsidiene de mottar av sine respektive lands regjeringer. Dermed har de to produsentene stor grad av forhandlingsmakt (Lester, 2011) (Olienyk & Carbaugh, 2011).

Selv om det de siste tiårene har vært fremvekst av alternative flyplasser lokalisert rundt de store europeiske hub-flyplassene, blir flesteparten av Europas flyplasser fortsatt drevet på monopolkonsesjoner utstedt av lokale eller statlige myndigheter (The Economist, 2014). Som monopolist har derfor de fleste flyplasser stor forhandlingsmakt.

Ettersom flere av de store flyselskapene har sine operasjonelle hovedkvarter og base ved hub-flyplassene (for eksempel KLM ved Schiphol og Lufthansa ved Frankfurt), er det også ofte store og mektige fagforeninger tilstede på disse flyplassene (Pearce, 2013). Siden disse fagforeningene arbeider på flyplasser som er viktige for flyselskapene, har de også en stor grad av forhandlingsmakt.

På bakgrunn av duopolet i flyproduksjon, monoopolet til mange flyplasser og sterke fagforeninger på hub-flyplassene, vurderes leverandørenes forhandlingsstyrke som høy.

Rivalisering mellom konkurrenter – høy

Flybransjen preges av stor konkurranse, og flere faktorer bidrar til den høye graden av rivalisering mellom flyselskapene. Det faktum at passasjerer ser på flyreiser som et uddifferensiert produkt hvor prisen er den avgjørende faktoren for valg av leverandør, er sterkt bidragsytende til den tøffe priskonkurransen. Pristransparensen kundene får gjennom søkeportaler på nett nødvendiggjør også konkurransedyktige priser.

De økonomiske forholdene i flybransjen passer spesielt godt til tøff priskonkurranse. Ettersom flyselskapene har store senkede kostnader per fly, og marginalkostnaden av å frakte én ekstra passasjer nærmest er uvesentlig, har flyselskapene et sterkt insentiv til å selge ledige seter på flyvningene sine billig (Pearce, 2013).

Gjennom årene har også myndighetene i flere land stoppet fusjoner mellom flyselskaper både av frykt for å miste «flaggbæreren» sin til utlandet og for å hindre konsolidering i bransjen

(Armstrong, 2015). Flere flyselskaper har også blitt regelrett reddet fra konkurs av sitt hjemlands stat, slik at det i dag eksisterer flyselskaper i bransjen som under vanlige markedsforhold sannsynligvis ikke ville eksistert (Bridger, 2013).

På bakgrunn av at bransjen selger et udifferensiert produkt, stor pristransparens tilbudt av online nettportaler, de økonomiske forholdene i flybransjen og det offentliges hindring av fusjoner og konkurser, vurderes graden av rivalisering i bransjen som høy.

Oppsummering av Porters fem konkurransekrefter

Analysen av Porters fem konkurransekrefter viser at graden av konkurranse i flybransjen er veldig høy. Lave adgangsbarrierer, enkel tilgang til distribusjonskanaler og få fordeler av å være en etablert aktør, gjør at trusselen fra nye aktører er høy. Kundene har stor grad av forhandlingsmakt fordi produktet som selges oppfattes som udifferensiert, i tillegg til at online søkeportaler sørger for full pristransparens. Et globalt duopol innen flyproduksjon, flyplasser som fungerer som monopoler og sterke fagforeninger på hub-flyplassene, gjør at også leverandørene har stor grad av forhandlingsmakt. Trusselen fra substitutter som høyhastighetstog og forbedret kommunikasjonsteknologi er medium. De økonomiske forholdene i flybransjen, sammen med det offentliges stans av fusjoner og konkurser, gjør at graden av rivalisering i bransjen er høy.

4.2.3 Oppsummering ekstern analyse

Den eksterne analysen ble gjennomført for å vurdere om det eksisterer en iboende strategisk fordel ved å operere i flybransjen.

PESTEL-analysen viste at liberaliseringen av bransjen har åpnet opp for konkurranse ved at adgangsbarrierer har blitt fjernet. Samtidig har offentlig involvering i bransjen gjort alternativer som høyhastighetstog relativt mer attraktive. De sosiale trendene viste at generasjon Y har mindre merkevarelojalitet til flyselskaper enn generasjonene før dem, samtidig som de oftere handler flybilletter gjennom online søkeportaler hvor man enkelt kan sortere på pris. Miljømessig står flybransjen overfor en utfordring ettersom fly ikke vil kunne opereres på noe annet enn flybensin i nærmeste fremtid, og det kan bety en fremtid hvor bransjen blir pålagt et høyere skatte- og avgiftstrykk.

Analysen av Porters fem konkurransekrefter viste at konkurransesituasjonen innad i bransjen er ekstremt tøff. Konkurransesituasjonen preges av en høy grad av både kunde- og

leverandørmakt, en medium, men stigende trussel fra substitutter, samtidig som offentlig innblanding har hindret konsolideringer og konkurser i bransjen, noe som har økt graden av rivalisering mellom flyselskapene.

Fra PESTEL-analysen og analysen av Porters fem konkurransekrefter ser det ikke ut til å eksistere noen strategisk fordel ved å operere i flybransjen. Faktorene som påvirker miljøet flybransjen opererer i, og den høye graden av konkurranse innad i bransjen, gjør alle sitt for å begrense bransjens muligheter til å skape en strategisk fordel.

4.3 Internanalyse (VRIO)

En VRIO-analyse benyttes for å analysere et selskaps strategiske posisjon i sin egen bransje. VRIO-analysen ser først på et selskaps ressurser og sammenligner så disse med de ressurser selskapets konkurrenter besitter. Ressurser defineres her såpass omfattende at alt som kan ses på som et selskaps styrke eller svakhet faller inn under begrepet (Wernerfelt, 1984). For å evaluere om ressursene et selskap besitter er kilde til en strategisk fordel må man analysere selskapets ressurser ut ifra VRIO-rammeverket (Johnson, Wittington & Scholes, 2011, s. 94-98). Rammeverket analyserer selskapets ressurser ut ifra om de er:

- Verdifulle: Ressurser som kan brukes for å utnytte en mulighet eller nøytralisere en trussel i markedet.
- Sjeldne: Ressurser man vanligvis ikke finner hos konkurrenter.
- Imiterbare: Ressurser som er vanskelige å duplisere.
- Organisert: Ressurser som er organiserte slik at hele verdien av ressursen realiseres av selskapet.

Oppgaven vil gå gjennom flere av Norwegians ressurser ved hjelp av VRIO-rammeverket for å analysere om Norwegians ressurser er kilde til en strategisk fordel.

Forretningsmodell

Som beskrevet i kapittel 2.2 opererer Norwegian som et lavkostselskap i flybransjen. Lavkostselskapene har som følge av lavere operasjonelle kostnader høyere driftsmarginer enn fullserviceselskapene, og dermed bedre resultater. Over det siste tiåret har lavkostselskapene toppet listen over Europas mest profitable flyselskaper, og dette er en trend vi tror kommer til å fortsette etter hvert som lavkostselskapene stadig spiser markedsandeler i det europeiske markedet. Vi forventer også en fremtid hvor lavkostselskapene utfordrer fullservice-selskapene på langdistanserutene, en trend allerede startet av Norwegian. Selv om Norwegians lavkostmodell ikke er like strømlinjeformet som for eksempel Ryanair og EasyJet, representerer Norwegians lavkostmodell likevel en ressursfordel overfor bransjen, ettersom denne består av flere fullserviceselskaper.

Vi tror også denne ressursfordelen blir langvarig ettersom fullserviceselskapene ikke vil være i stand til å endre kostnadsstrukturene sine for å ta opp konkurransen med lavkostselskapene. De vil dermed tvinges til å konkurrere på markedet som fullserviceselskap. Vi tror deres

markedsandel vil fortsette å reduseres i fremtiden etter hvert som lavkostselskapene også beveger seg inn i langdistansemarkedet.

Potensiell USA-lisens

Siden 2013 har Norwegian vært det første og eneste europeiske lavkostselskapet som opererer transatlantiske ruter. I 2013 søkte de om tillatelse fra det amerikanske transportdepartementet om å operere disse rutene med irskregistrerte fly, men siden det amerikanske transportdepartementet enda ikke har fattet en avgjørelse i saken, har Norwegian i mellomtiden vært nødt til å operere disse rutene med sine norskregistrerte fly (NRK, 2013). Dersom Norwegian får godkjent søknaden sin, vil de med bruk av irskregistrerte fly kunne unngå norske arbeidslover som forbyr dem å bemanne disse rutene med personell fra lavkostland som Thailand og Singapore (Logan, 2015). Norwegian opererer allerede disse rutene med den kostnadseffektive Boeing Dreamliner, og med lavkostpersonell vil disse rutene kunne drives på svært lave kostnadsnivåer.

Presedens om aksept for bruk av lavkostpersonell på transatlantiske flyvninger er selvfølgelig noe de andre flyselskapene vil følge. Dermed vil ikke denne fordelene være langvarig. Vi tror derimot den vil være av medium varighet ettersom flesteparten av flyselskapene som opererer transatlantisk er større, eldre og mer byråkratiske organisasjoner med sterkere fagforeninger enn Norwegian. Utskiftning av de ansatte på disse flyvningene vil trolig kreve stor innsats og ta lang tid. Norwegian har derimot sitt mannskap fra Bangkok stående klart, slik at de nærmest umiddelbart vil kunne utnytte en fordelaktig avgjørelse i saken.

Det er vanskelig å ha en formening om hvilken vei søknaden avgjøres, ettersom det foregår stor lobbyvirksomhet på begge sider av saken. Norwegian motstandere hevder en godkjenning vil starte et «kappløp mot bunnen» når det gjelder arbeidsvilkår, mens Norwegian mener et avslag på søknaden vil være i strid med EU og USAs avtale om åpen himmel (Schaal, 2014).

Sterk markedsposisjon i Skandinavia

Sammen med SAS har Norwegian en veldig sterk posisjon i det skandinaviske markedet (Konkurransetilsynet, 2012). Selv om Ryanair også opererer i dette markedet, har de ikke vært i stand til å oppnå like store markedsandeler her som i resten av Europa (Stouby, 2013).

Det skandinaviske markedet består av relativt velstående og reiseglade kunder, og er av den grunn et attraktivt marked for flyselskaper (Odinsen & Assev, 2012). Vi mener derfor at Norwegians sterke markedsposisjon i Skandinavia utgjør en ressursfordel for selskapet. Vi mener dog at denne fordelene kun er av kort varighet fordi vi tror Ryanair vil utvide satsingen i det skandinaviske markedet fremover. Ryanairs konsernsjef, Michael O’Leary, har tidligere uttalt ønske om at selskapet skal ekspandere sine operasjoner i Skandinavia til de store hub-flyplassene Kastrup, Gardermoen og Arlanda (Midtsjø, Framstad & Lorentzen, 2013). Ryanair har allerede inngått en slik avtale med Kastrup, og vi tror derfor det bare er et spørsmål om tid før selskapet sikrer seg lignende avtaler med Gardermoen og Arlanda. Norwegians ressursfordel vil reduseres som følge av Ryanairs intensiverte satsing i det skandinaviske markedet, ettersom Norwegians billettpriser og markedsandel vil bli drevet ned.

Flyflåte

Norwegians flåte består av 96 fly hvorav 84 er Boeing 737-800, fem Boeing 737-300 og syv Boeing 787-8 Dreamlinere. Norwegian har de siste årene vært svært aktiv i bestillingen av nye fly for å modernisere flåten og ta etter for den hurtigvoksende etterspørselen. I 2007 bestilte Norwegian 42 nye fly fra Boeing, men den ordren har senere blitt utvidet til 78 fly. I 2012 foretok Norwegian den historiske bestillingen av 222 fly fra både Airbus og Boeing til en pris på NOK 127 milliarder. Dette er fastlands-Norges største enkeltinvestering noensinne. Den aktive bestillingen av fly gjør at Norwegian med sin gjennomsnittlige flåtealder på 4,2 år besitter en av Europas mest moderne flyflåter (Norwegian, 2015b).

Selv om Norwegian har en mer variert flåte enn de mest strømlinjeformede lavkostselskapene, er den likevel homogen nok til at vi mener den representerer en ressursfordel overfor bransjen. I tillegg er alle flymodellene levert av én leverandør (Boeing).

Flåtens modernitet representerer også en ressursfordel for Norwegian fordi nye fly er mer teknologisk avanserte, mer komfortable for passasjerene og gir et bedre arbeidsmiljø for mannskapet. Den viktigste fordelene er imidlertid den økte drivstoffeffektiviteten. Flybensin er den største operasjonelle kostnaden for et flyselskap, og alle potensielle innsparinger i forbruk representerer derfor en fordel.

Etter hvert som Norwegian i fremtiden tar levering på sine bestillinger fra Airbus, vil den strategiske fordelene av en relativt homogen flåte reduseres. Den fremtidige størrelsen på flåten vil derimot bidra til at effektivitetsutnyttelsen til flåten forblir høy.

Ressursfordelen av en moderne flyflåte vil kun være av kort til mellomlang varighet ettersom den vil forsvinne etter hvert som resten av bransjen moderniserer sine flåter.

Finansiering

Ved flybestillinger har Norwegian benyttet seg av amerikanske myndigheters lånegarantier ved kjøp av Boeing-fly og europeiske myndigheters garantier ved kjøp av Airbus-fly (Amland, 2012). Bruken av slike eksportkredittbyråer gjør at Norwegians investeringer blir billigere fordi risikopremien selskapet må betale synker betraktelig (Ex-Im Bank, 2015). Banker kan låne Norwegian penger til å finansiere flykjøp med sikkerhet i at tap ved mislighold av lånet vil dekkes av eksportkredittbyråene. En slik finansiering av flykjøp er en fordel for Norwegian ettersom de sparer penger på finansieringen. Den representerer riktignok ikke en strategisk fordel for selskapet fordi denne finansieringsordningen også er tilgjengelig for alle Norwegians konkurrenter.

Merkevarenavn

Norwegian har vært et merkenavn høyt verdsatt av norske konsumenter. I 2013 var Norwegian det mest populære merkenavnet innenfor norsk transportindustri (Johansen, 2014). Etter problemene i 2014 med leveringsforsinkelser på de nye langdistanseflyvningene, og en kontroversiell rekrutteringspolitikk, mottok Norwegian mye negativ publisitet (TNS Gallup, 2014). På et tidspunkt var det så mye negativ omtale i mediene at Norwegians kommunikasjonsdirektør uttalte at hun mente det ble drevet en systematisk kampanje mot selskapet (Johannessen & Trumpy, 2014).

TNS Gallups omdømmeindeks for 2014 viste at problemene Norwegian opplevde det året fikk dramatisk innvirkning på omdømmet. Norwegian falt mest i omdømme blant alle virksomhetene vurdert for indeksen i 2014. Enda verre var det at SAS var årets store vinner og dermed passerte Norwegian på merkevarenavnindeksen for første gang siden Norwegians lansering i 2003 (TNS Gallup, 2014).

I flybransjen tror vi imidlertid at merkenavn fungerer mer som en hygienefaktor enn motivasjonsfaktor. Så lenge merkenavnet ikke forbindes med lavere sikkerhet, forsinkelser,

tapt bagasje o.l. vil pris fortsatt være den viktigste differensiator ved valg av flyselskap (Matre, 2015). Som påpekt i den eksterne analysen har også Barton et. al (2013) vist at merkeloyaliteten blant generasjon Y er særlig lav når det kommer til flyselskaper, noe som gjør merkenavnets betydning enda mindre i fremtiden.

Ettersom merkenavn er av stadig mindre betydning i flybransjen, og Norwegians omdømme har blitt forbigått av SAS, mener vi Norwegians merkenavn ikke representerer en ressursfordel for selskapet.

Ledelse

Norwegian ledes av deres administrerende direktør, grunnlegger og største aksjonær, Bjørn Kjos (norwegian.no, 2015). Kjos er trolig blant Norges mest kjente konsernsjefer på grunn av sin karismatiske personlighet og store tilstedeværelse i mediene.

Bjørn Kjos er utvilsomt en veldig talentfull person. I luftforsvaret ble han jagerflypilot og fløy jagerfly i seks år. Senere ble han utdannet advokat ved Universitetet i Oslo og jobbet som jurist i 20 år. Deretter gikk veien til forretningsverdenen hvor han var med å etablere Norwegian Air Shuttle ASA. Hans bidrag har uten tvil vært svært betydningsfulle for at Norwegian i dag er Europas tredje største lavkostselskap (norwegian.no, 2015).

Etter vår mening representerer Bjørn Kjos en viktig ressurs for Norwegian fordi han har demonstrert en evne til å forutse hva som skal til for å lykkes som lavkostselskap i dagens flymarked. Bjørn Kjos representerer derimot ikke en ressursfordel ettersom hans lederegenskaper er imiterbare. Europas to største lavkostselskaper, Ryanair og EasyJet, ledes begge av konsernsjefer som på mange områder minner om Bjørn Kjos. Ryanairs Michael O'Leary og EasyJets Carolyn McCall er også frittalende, karismatiske og kompetente sjefer med relativt stor mediatilstedeværelse, som har styrt selskapene sine gjennom perioder med enorm vekst (Young, 2014).

Oppsummering internanalyse

VRIO-analysen viser at den eneste langvarige ressursfordelen Norwegian besitter er at de opererer som et lavkostselskap i flybransjen. Denne forretningsmodellen gjør at Norwegian har lavere operasjonelle kostnader enn bransjen, noe som medfører høyere driftsmarginer. Norwegian besitter også en potensiell mellomlang ressursfordel dersom de får godkjent søknaden sin av det amerikanske transportdepartementet om å operere sine transatlantiske

flyvninger med irskregistrerte fly. Lave operasjonelle kostnader på disse flyvningene gir Norwegian muligheten til å tiltrekke seg mange kunder, i tillegg til at rutene kan drives med gode marginer.

I tillegg besitter Norwegian et par ressurser som gir dem strategiske fordeler på kort sikt. Dette er deres sterke posisjon i det skandinaviske markedet og den moderne og relativt homogene flyflåten.

Samlet sett besitter Norwegian ressurser som gir dem en strategisk posisjon som bør resultere i bedre lønnsomhet enn vår komparative bransje.

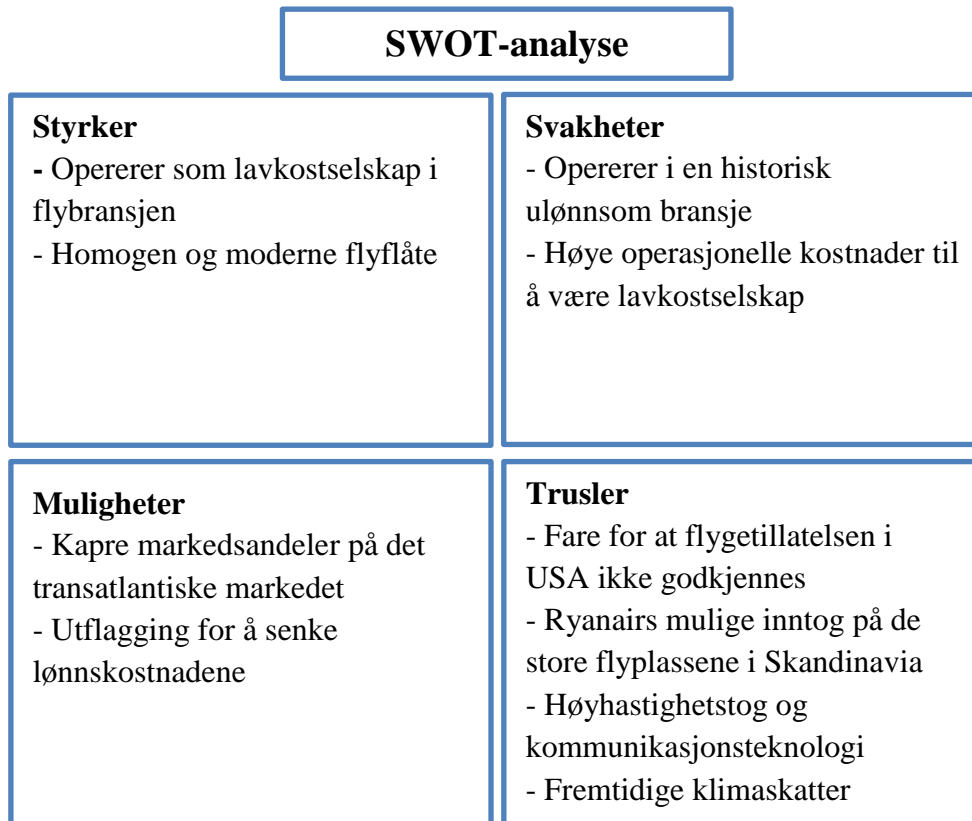
De viktigste ressursene til Norwegian oppsummeres i VRIO-matrisen nedenfor. Forretningsmodellen deres er bare «til en viss grad» imiterbar ettersom den ikke er imiterbar for bransjens allerede eksisterende fullserviceselskaper. For nyetablerte flyselskaper er den naturligvis imiterbar. Ellers er ingen av Norwegians ressurser, på lengre sikt, ikke imiterbare. Imiterbare ressurser i bransjen er en del av årsaken til at produktet flybransjen selger stadig oppleves som mer homogent og udifferensiert av passasjerene.

Tabell 4.1: VRIO-matrise som vurderer Norwegians ressurser.

Ressurs	Operere som lavkostselskap	Potensiell USA-lisens	Sterk posisjon i Skandinavia	Moderne flyflåte
Verdifull	Ja	Ja	Ja	Ja
Sjelden	Ja	Ja	Ja	Ja
Imiterbar	Til en viss grad	Ja	Ja	Ja
Organisert	Ja	Ja	Ja	Ja

4.4 Oppsummering strategisk analyse

Funnene fra den strategiske analysen oppsummeres nå i en SWOT-matrise. SWOT-matrisen summerer Norwegians styrker (strengths), svakheter (weaknesses), muligheter (opportunities) og trusler (threats) (Johnson, Wittington & Scholes, 2011, s. 106). Norwegians styrker og svakheter kommer fra den interne analysen, mens deres muligheter og trusler kommer fra den eksterne.



Figur 4.2: SWOT-matrisen oppsummerer Norwegians styrker, svakheter, muligheter og trusler (Johnson, Wittington & Scholes, 2011, s. 106).

Den eksterne analysen avdekket at det ikke foreligger noen bransjefordel i flybransjen. Fra PESTEL-analysen ble det avdekket at liberaliseringen av bransjen har økt graden av konkurranse og drevet ned billettprisene. Samtidig har offentlig involvering i bransjen bidratt til å drive opp kostnadene, og gjøre den mindre appellerende sammenlignet med alternativer som høyhastighetstog.

Flybransjen står også overfor et generasjonsskifte i deres største kundegruppe. Om få år vil generasjon Y utgjøre bransjens største kundegruppe, og deres lave merkevareroyalitet når det

gjelder flyselskaper vil, sammen med deres bruk av online søkeportaler for å bestille flybilletter, sette bransjen under ytterligere prispress.

Dersom klimaendringer igjen blir en større politisk bekymring, tror vi det er sannsynlig at flyindustrien pålegges flere skatter og avgifter samtidig som mer miljøvennlige substitutter blir subsidiert. Stadig forbedret informasjons- og kommunikasjonsteknologi representerer også en trussel mot det forretningsreisende segmentet av flybransjen.

Fra analysen av Porters fem konkurransekrefter fremgikk det at konkurransesituasjonen i bransjen er veldig tøff. Det kommer av at trusselen fra nye aktører er høy, både leverandører og kunder har høy grad av forhandlingsmakt, og der er en høy grad av rivalisering mellom eksisterende flyselskaper.

Fra resultatene av PESTEL-analysen og Porters fem konkurransekrefter var konklusjonen at det ikke eksisterer noen ekstern bransjefordel ved å operere i flybransjen. Den eksterne analysen indikerte snarere tvert i mot en bransjeulempe. Det ble også påpekt at denne konklusjonen stod i stil med bransjens historiske problemer med å oppnå reell profitabilitet.

I den interne analysen av Norwegian avdekket VRIO-analysen at Norwegians største og viktigste ressursfordel er å operere som lavkostselskap i flybransjen. De er også i besittelse av en potensiell mellomlang ressursfordel dersom de får godkjent søknaden sin om å operere sine transatlantiske flyvninger med irskregistrerte fly. Moderne flyflåte og sterk markedsposisjon i Skandinavia er også ressurser som gir dem kortvarige strategiske fordeler. Det er verdt å merke seg at om man kun hadde sammenlignet Norwegians ressurser med lavkostselskapene i bransjen, ville ikke selskapet hatt noen ressursfordeler. Dette kommer av at lavkostmodellen til Norwegian ikke er like gjennomført som de andre lavkostselskapene i bransjen.

Oppsummert er det altså en strategisk ulempe å operere i flybransjen. Samtidig er det en strategisk fordel å operere som lavkostselskap om man først opererer i flybransjen. Om Norwegian oppnår avkastning utover avkastningskravet, vil derfor avhenge av den relative størrelsen på bransjeulempen og ressursfordelen. Størrelsen på bransjeulempen og ressursfordelen vil beregnes i lønnsomhetsanalysen i kapittel 8.

5. Regnskapsanalyse

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

I dette kapitlet presenteres Norwegians resultat og balansetall for analyseperioden. Regnskapstallene skal omgrupperes og justeres før de omgrupperte og justerte regnskapstallene til slutt presenteres. De omgrupperte og justerte regnskapstallene blir brukt videre for regnskapsanalyse i kapittel 6, 7 og 8.

I regnskapsanalysen er det konsernenes konsoliderte regnskapstall som brukes for både Norwegian og bransjen, ettersom tilgangen på informasjon om de ulike forretningsområdene innad i konsernene er begrenset. Flyselskapenes eventuelle andre forretningsområder utgjør uansett som regel en liten andel av den overordnede virksomheten.

I følge Damodaran (2002, kap. 23, s. 5) bør lengden på analyseperioden bestemmes ut ifra hvor virksomheten er i sin livssyklus. Er selskapet i en stabil fase, bør en lang analyseperiode benyttes. Dersom virksomheten er i en vekstfase, bør en kortere analyseperiode benyttes.

Det antas at Norwegian har vært gjennom den mest eksplosive delen av sin vekstfase og er i ferd med å stabilisere seg. Basert på denne antagelsen velges en mellomlang analyseperiode på seks år, fra 01.01.2009 til 31.12.2014. Regnskapstallene fra 2014 er hentet fra kvartalsrapporten for siste kvartal i 2014 og er dermed ikke like detaljerte som årsrapporten for 2014 ville vært. Det har derfor blitt tatt med noen forutsetninger for å estimere noen av Norwegians poster for 2014. Tallene for 2014 er således heller ikke reviderte. Det samme er gjort for et par av selskapene i den komparative bransjen.

Som nevnt tidligere består vår komparative bransje av Norwegian, Ryanair, EasyJet, SAS, Lufthansa, KLM og Air Berlin. Også disse selskapenes resultat- og balanseregnskap omgrupperes og justeres før de omregnes til norsk valuta og settes sammen til et bransjeresultat og en bransjebalanse. Bransjeresultatet og bransjebalansen vil så bli brukt som sammenligningsgrunnlag i analysene som utføres i kapittel 6, 7 og 8.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

Nedenfor presenteres en oversikt av Norwegians offentlig tilgjengelige konsernregnskaper for analyseperioden. Regnskapsåret varer fra 01.01 til 31.12, og tallene er oppgitt i NOK 1000. Resultatregnskapet presenteres i tabell 5.1.

Tabell 5.1: Resultatregnskap for Norwegian i perioden 2009-2014 i NOK 1000. Tall hentet fra års- og kvartalsrapporter 2009-2014.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Passasjertransport	6 389 406	7 210 161	9 097 288	11 201 072	13 381 460	16 254 600
+ Tilleggsinntekter	788 655	1 034 006	1 224 744	1 405 495	1 757 887	2 727 400
+ Andre inntekter	131 129	162 172	206 688	234 624	371 871	558 000
+ Annen inntekt	-	191 328	3 471	17 851	68 326	-
= Inntekter	7 309 190	8 597 667	10 532 191	12 859 042	15 579 544	19 540 000
- Salg og distribusjon	149 415	167 859	198 930	274 954	339 376	469 100
- Flydrivstoff	1 423 328	2 092 859	3 093 514	3 740 508	4 707 203	6 321 100
- Flyleasing	620 114	778 411	829 667	1 032 915	1 284 395	1 845 900
- Flyplassavgifter	1 037 716	1 295 913	1 561 369	1 730 217	2 182 645	2 723 900
- Håndteringskostnader	722 658	863 551	982 191	1 077 334	1 339 417	1 854 800
- Teknisk vedlikehold	659 796	697 196	711 597	792 565	927 820	1 290 000
- Andre flykostnader	325 371	405 787	441 657	482 932	589 742	855 200
- Lønnskostnader	1 303 299	1 531 211	1 836 194	2 068 202	2 478 294	3 209 000
- Andre kostnader	396 058	397 735	472 908	534 335	733 319	1 049 600
- Andre tap/(gevinster) netto	-49 315	-29 732	-305 720	336 385	-502 148	583 800
+ Resultatandel tilknyttede selskaper	3 200	6 328	19 518	32 840	46 597	57 600
= EBITDA	723 950	403 205	729 402	821 535	1 546 078	-604 800
- Avskrivning, amortisering og verdiendring	148 882	186 707	293 950	385 244	529 825	748 100
= EBIT (Driftsresultat)	575 068	216 498	435 452	436 291	1 016 253	-1 352 900
+ Renteinntekter	23 206	40 292	35 665	47 543	149 658	52 900
- Rentekostnader	20 933	40 159	70 246	118 845	256 702	221 400
- Valutatap/(gevinst)	-39 311	-24 793	228 470	-273 353	472 938	-
- Andre kostnader/(inntekter)	-6 389	-1 675	5 861	15 163	-1 108	105 600
= EBT (Resultat før skatt)	623 041	243 099	166 540	623 179	437 379	-1 627 000
- Skattekostnad	176 789	72 214	44 416	166 535	115 817	-577 300
= Årsresultat	446 252	170 885	122 124	456 644	321 562	-1 049 700
+ Verdiendring finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	1 608	2 768	-	-	1 158	-200
+ Valutakursdifferanse konsern	-5 007	320	-1 694	303	-2 925	467 400
+ Estimatavvik	-	-	-	-	-	-52 500
= Totalresultat	442 853	173 973	120 430	456 947	319 795	-635 000

Som det fremgår av Norwegians resultatregnskap i tabell 5.1 har selskapet opplevd kraftig vekst i omsetning gjennom perioden. Driftsresultatet har også vært positivt i alle år utenom 2014.

Resultatregnskapet viser også at Norwegians driftsinntekter hovedsakelig består av billettinntekter og «tilleggsinntekter». I flybransjen stammer «tilleggsinntekter» fra tilleggstjenester passasjerer kjøper utenom selve flybilletten. Eksempler er tillatelse til å ta med mer bagasje, matservering ombord, kjøp av WiFi-tilgang o.l. «Andre inntekter» er hovedsakelig inntekter fra selskapets frakt- og cargotjenester. «Andre inntekter» som andel av totale driftsinntekter har også vokst over perioden, noe som er i tråd med Norwegians lavkostmodell. Salg av tilleggstjenester er en viktig kilde til resultatet ettersom marginene på disse tilleggstjenestene er mye større enn på salget av selve billetten (Bender, 2014). «Annen inntekt» er salg av driftseiendeler (Norwegian, 2015).

Tabell 5.2: Årlig vekst i driftsinntekter og EBITDA (inntjening før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger) for Norwegian i perioden 2009-2014. Driftsinntekter og EBITDA i NOK 1000. Tall hentet fra års- og kvartalsrapporter 2009-2014.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Driftsinntekter	7 309 190	8 597 667	10 532 191	12 859 042	15 579 544	19 540 000
Årlig driftsinntektsvekst	17 %	18 %	23 %	22 %	21 %	25 %
EBITDA	723 950	403 205	729 402	821 535	1 546 078	-604 800
Årlig vekst i EBITDA	-434 %	-44 %	81 %	13 %	88 %	-139 %

Tabell 5.2 viser at Norwegians årlige driftsinntektsvekst har vært formidabel. Veksten i driftsresultatet har vært veldig volatil og har totalt sett ikke vært like stor som veksten i driftsinntektene. Dette er i samsvar med vår konklusjon fra kapittel 4 om at Norwegian er et selskap i vekstfasen. Som Damodaran (2002, kap. 23, s. 4) skriver, kjennetegnes vekstfasen nettopp av hurtigvoksende driftsinntekter samtidig som resultatet «henger etter».

I tabell 5.3 nedenfor presenteres Norwegians balanseregnskap for analyseperioden. Ettersom tallene for 2014 er hentet fra 4. kvartalsrapporten til Norwegian, ble noen forutsetninger tatt med for å estimere noen av postene. Disse er markert med rødt i tabellen.

Tabell 5.3: Balanseregnskap for Norwegian i perioden 2009-2014 i NOK 1000. Tall hentet fra års- og kvartalsrapporter 2009-2014.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Immaterielle eiendeler	190 543	210 293	236 216	237 774	225 270	649 500
Utsatt skattefordel	157	270	2 069	4 293	28 517	-
Fly, deler og installasjoner på leasede fly	974 892	2 092 136	3 869 159	5 579 757	7 526 707	14 360 000
Utstyr og inventar	30 905	26 175	31 991	58 476	72 972	89 800
Bygninger	3 933	9 525	9 525	9 525	14 966	15 000
Finansiell leasing eiendel	26 092	31 203	27 882	24 562	21 242	21 000
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	7 236	2 689	2 689	2 689	82 689	82 689
Investering i tilknyttet selskap	47 943	62 272	82 091	116 050	164 575	250 000
Sikrede eiendeler	-	-	-	-	-	-
Forskuddsbetaling flyprodusenter	1 410 992	2 002 600	2 126 954	2 844 359	2 514 882	2 500 000
Andre fordringer	26 391	53 242	113 061	135 562	199 036	394 611
Sum anleggsmidler	2 719 084	4 490 405	6 501 637	9 013 047	10 850 856	18 362 600
Inventar	40 825	66 191	81 994	68 385	74 135	82 900
Kundefordringer og andre fordringer	829 893	842 143	1 072 497	1 096 558	1 623 079	2 173 500
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	-	-	-	10 172	11 158	-
Derivater	23 688	43 395	242 790	-	37 389	-
Sikrede eiendeler	-	-	-	-	-	-
Konter og kontantekvivalenter	1 408 475	1 178 416	1 104 946	1 730 895	2 166 126	2 011 100
Sum omløpsmidler	2 302 881	2 130 145	2 502 227	2 906 010	3 911 887	4 267 500
Sum eiendeler	5 021 965	6 620 550	9 003 864	11 919 057	14 762 743	22 630 100
Aksjekapital	3 421	3 457	3 488	3 516	3 516	3 516
Overkurs	1 041 894	1 055 083	1 075 463	1 093 549	1 093 549	1 100 000
Annen innskutt egenkapital	47 421	54 521	63 365	63 365	72 744	81 684
Andre reserver	-11 032	-7 944	-9 638	-9 335	-11 102	-11 000
Opptjent egenkapital	519 902	690 785	812 910	1 269 556	1 591 119	954 100
Sum egenkapital	1 601 606	1 795 902	1 945 588	2 420 651	2 749 826	2 128 300
Pensjonsforpliktelse netto	97 558	121 672	151 187	-	127 821	160 000
Avsetning for periodisk vedlikehold	70 336	94 961	81 865	175 306	412 737	470 000
Utsatt skatt	17 806	89 483	134 646	301 042	443 991	568 200
Derivater	-	-	-	-	-	-
Lån	878 880	1 943 906	2 682 887	4 166 854	5 736 893	10 241 000
Finansiell leasing forpliktelse	28 829	20 007	15 485	10 853	6 860	
Sum langsiktig gjeld	1 093 409	2 270 029	3 066 070	4 654 055	6 728 302	11 439 200
Lån med forfall innen 1 år	675 303	520 972	1 551 918	1 349 359	768 401	3 042 900
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	746 549	1 063 436	1 230 935	1 564 955	1 949 693	3 054 300
Trafikkavregningsgjeld: Solgte, ikke reiste billetter	792 713	954 232	1 208 326	1 739 681	2 566 519	2 965 400
Derivater	1 227	15 003	539	190 356	-	-
Betalbar skatt	111 158	976	488	-	2	-
Sum kortsiktig gjeld	2 326 950	2 554 619	3 992 206	4 844 351	5 284 615	9 062 600
Sum gjeld	3 420 359	4 824 648	7 058 276	9 498 406	12 012 917	20 501 800
Sum egenkapital og gjeld	5 021 965	6 620 550	9 003 864	11 919 057	14 762 743	22 630 100

Fra tabell 5.3 fremgår det at Norwegian også har opplevd stor vekst i balansesummene i analyseperioden. Selskapets totale eiendeler har alene vokst med over 400 %. Tabell 5.3 viser at eiendelene til Norwegian hovedsakelig består av fly, forskuddsbetalinger på fly, kundefordringer og kontanter. Forklaringen bak Norwegians store kontantandel er at et flyselskap hovedsakelig mottar inntektene sine som forskuddsbetalinger. Finansielle lån, leverandørgjeld, solgte, men ikke reiste billetter og egenkapital utgjør egenkapital- og gjeldssiden av balansen.

Tabell 5.4: Endring i egenkapital for Norwegian i perioden 2009-2014 i NOK 1000. Tall hentet fra års- og kvartalsrapporter 2009-2014.

Endring i egenkapital	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Egenkapital 01.01	897 368	1 601 606	1 795 903	1 945 589	2 420 652	2 749 828
+ Aksjeemisjon	251 100	-	-	-	-	-
- Emisjonskostnader	-5 527	-	-	-	-	-
+ Salg av egne aksjer	-	-	-	-	-	-
+ Aksjeopsjoner	15 813	20 325	29 255	18 114	9 379	14 500
+ Totalresultat	442 852	173 972	120 431	456 949	319 797	-635 100
Egenkapital 31.12	1 601 606	1 795 903	1 945 589	2 420 652	2 749 828	2 129 228

Tabell 5.4 viser jevn økning i Norwegians bokførte egenkapital i perioden. Grunnet det negative årsresultatet i 2014 ble egenkapitalen kraftig redusert dette året. Det er verdt å merke seg at egenkapitalen har vokst veldig sakte sammenlignet med balansesummen. Egenkapitalandelen har dermed falt hurtig gjennom perioden. Veksten i egenkapitalen kommer hovedsakelig fra resultatet og aksjeopsjoner, samt et emisjonsinnskudd i 2009.

5.3 Omgruppering for analyse

Norwegian er registrert på Oslo Børs, og som alle andre selskaper notert på Oslo Børs er de pliktige til å rapportere sine kvartals- og årsrapporter i samsvar med International Financial Reporting Standards (IFRS). Ettersom IFRS er en kreditororientert regnskapsstandard vil det være nødvendig å omgruppere regnskapstallene til et investororientert oppsett før selve analysen utføres (Knivsflå, 2015).

Omgruppering av resultatregnskapet

For å analysere resultatregnskapet omgrupperes resultatpostene inn i driftsposter, finansposter og unormale poster. For å få et normalisert resultat skilles de unormale postene ut. Det normaliserte resultatet skal analyseres i både analyseperioden og fremtidsbudsjettet. Man skiller så mellom drifts- og finansposter for å se hvordan resultatet genereres, og for å enklere kunne se hvilken kapital de ulike resultatene bidrar til (Knivsflå, 2015).

I følge Knivsflå (2015) består omgruppering av resultatregnskapet av fire steg:

Steg en består av å identifisere det fullstendige nettoresultatet. Det fullstendige nettoresultatet består av årsresultatet tillagt annet fullstendig resultat og eventuelt «dirty surplus».

Annet fullstendig resultat er ikke et konsept som eksisterer etter god norsk regnskapsskikk, men som er påbudt etter International Financial Reporting Standards, hvor det kalles «other comprehensive income». Annet fullstendig resultat inneholder visse inntekts- og tapsposter som ikke kan føres direkte i resultatregnskapet, som gevinst og tap på verdipapirer holdt for salg eller gevinst og tap på pensjonsfond (Bragg, 2015). Det blir rapportert rett etter, eller sammen med, resultatregnskapet i finansregnskapet.

Årsresultatet blir så lagt sammen med annet fullstendig resultat for å få totalresultatet, eller det IFRS kaller «comprehensive income».

Etter IFRS skal man etter god norsk regnskapsskikk føre totalresultatet til egenkapitalen, men IFRS tillater likevel at enkelte inntekts- og kostnadsposter føres direkte mot egenkapitalen uten å gå veien gjennom totalresultatet. Dette er brudd på kongruensprinsippet fra Regnskapsloven § 4-3 (1998) som slår fast at alle resultatposter skal føres via resultatregnskapet. Eksempler på poster IFRS tillater å føre direkte mot egenkapitalen er gevinst eller tap som stammer fra omregning av utenlandske operasjoner eller kostnader selskapet har hatt i forbindelse med utstedelse av aksjer (Financial Times, 2015). Disse

føringene kalles for «dirty surplus», i motsetning til et overskudd fra resultatregnskapet som da blir «clean surplus».

For å danne et riktig bilde av selskapets fullstendige nettoresultat må derfor Norwegians «dirty surplus» legges til det rapporterte totalresultatet. Utrekningen av Norwegians fullstendige nettoresultat vises i tabell 5.5.

Tabell 5.5: Fullstendig nettoresultat til egenkapital for Norwegian i perioden 2009-2014 i NOK 1000. Tall hentet fra års- og kvartalsrapporter 2009-2014. Oppsett fra Knivsfå (2015).

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Årsresultat	446 251	170 884	122 125	456 646	321 564	-1 049 800
Andre driftsrelaterte resultatelement	-	-	-	-	-	-
Andre finansielle resultatelement						
+ Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	1 608	2 768	-	303	1 158	-200
+ Estimatavvik	-	-	-	-	-	-52 500
+ Omregningsdifferanse valuta	-5 007	320	-1 694		-2 925	467 400
Rapportert totalresultat	442 852	173 972	120 431	456 949	319 797	-635 100
Driftsrelatert dirty surplus	-	-	-	-	-	-
Finansielt dirty surplus						
+ Emisjonskostnader	-5 527	7 100	8 844	-	-	-
+ Kompensasjonskostnader aksjeopsjoner	8 437	-	-	-	-	-
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	445 762	181 072	129 275	456 949	319 797	-635 100

Steg to består av å fordele Norwegians fullstendige nettoresultat slik at alle kapitaler i balansen får sin andel av resultatet før skatt. Det fullstendige nettoresultatet skal fordeles på kapitalene selskapet (drift), kreditorer (gjeld) og aksjeeiere (egenkapital). Fordelingen har blitt gjort ved å lese resultatregnskapene og tilhørende noter for å gjøre en vurdering av hvilke resultatposter som stammer fra drift (driftsinntekter og driftsutgifter) og hvilke som stammer fra finans (finansinntekter og finansutgifter). Inntekter fra tilknyttede selskaper er vurdert som driftsinntekter.

Steg tre består av å skille mellom normale og unormale poster. Ettersom det normaliserte resultatet brukes som grunnlag for budsjettering av fremtidige resultater, er det viktig å skille ut unormale poster innen drift, finans og skatt. Postene som vurderes som normale er postene man forventer skal returnere år etter år, som for eksempel driftsinntekter fra salg av flybilletter. Unormale poster er poster som dukker opp uten at de nødvendigvis har noe med kjernedriften i selskapet å gjøre. Eksempler er SAS sin erstatning til Norwegian i 2010 på 175 millioner kroner (Norwegian, 2011), eller kostnadene som vulkanutbruddet på Island påførte

flyselskapene i 2009. Normale og unormale poster ble identifisert ved å gå gjennom resultatregnskapene og tilhørende noter.

Salg av flybilletter og tilhørende inntekter (salg av mat, internett, reservasjonsmuligheter etc.) er vurdert som normale inntekter for flyselskapene. Alle utgifter som har oppstått fra den vanlige driften av flyselskapet er også vurdert som normale. Dette inkluderer bensinutgifter, vedlikehold av fly, flyplassavgifter, lønn til ansatte etc. Gevinst og tap fra salg av varige driftsmidler og verdiendringer knyttet til driftsposisjoner og lignende føringer, er vurdert som unormale driftsposter.

Renteinntekter og renteutgifter er ført som normale finansinntekter og finanskostnader. Andre finansielle inntekter og utgifter har blitt klassifisert som unormale.

Steg fire består av å fordele skattekostnadene. Skattekostnadene skal fordeles i en normal og unormal skattekostnad. Den normale finansutgiften er skattlagt med selskapsskattesatsen på 27 %. Finansinntekter og unormalt finansresultat er skattlagt med 13,5 % under forutsetning av at halvparten av disse postene vil falle inn under fritaksmetoden og skattes med 0 %, mens den andre halvparten skattlegges med den vanlige selskapsskatten på 27 %. Driftsresultat i egen virksomhet skattlegges med en såkalt normalisert driftsskattesats, som er gjennomsnittet av den beregnede driftsskattesatsen for analyseperioden. For Norwegian ble den normaliserte driftsskattesatsen på 28 %. Det unormale driftsresultatet skattlegges med forskjellen mellom den normaliserte driftsskattesatsen og driftsskattesatsen for hvert enkelt år.

I tabell 5.6 presenteres det omgrupperte resultatregnskapet. Som man kan se deles resultatet opp i andeler som går til de forskjellige kapitalene i Norwegian. Nettoresultatet til sysselsatt kapital er resultatet som går til selskapskapitalen, netto finanskostnad er andelen av resultatet som går til långiverne, og fullstendig nettoresultat til egenkapital er resultatandelen som går til aksjeeierne.

Tabell 5.6: Omgruppert resultatregnskap for Norwegian i perioden 2009-2014 i NOK 1000. Tall hentet fra års- og kvartalsrapporter 2009-2014. Oppsett fra Knivsflå (2015).

Symbol	Beskrivelse	2009	2010	2011	2012	2013	2014
DI	Driftsinntekter	7 178 061	8 244 167	10 322 032	12 606 567	15 139 347	19 540 000
DU	- Driftsutgifter	6 786 638	8 417 229	10 421 978	12 119 205	15 112 035	20 950 500
DR	= Driftsresultat i egen virksomhet	391 423	-173 062	-99 946	487 362	27 312	-1 410 500
DSK	- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	111 452	-49 277	-28 458	138 769	7 777	-401 619
NRD	= Netto driftsresultat i egen virksomhet	279 971	-123 785	-71 488	348 593	19 535	-1 008 881
NRT	+ Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	3 200	6 328	19 518	32 840	46 597	57 600
NDR	= Netto driftsresultat	283 171	-117 457	-51 970	381 433	66 132	-951 281
NFI	+ Netto finansinntekt	20 073	34 853	30 850	41 125	129 454	45 759
NRS	= Nettoresultat til sysselsatt kapital	303 244	-82 605	-21 120	422 558	195 586	-905 523
NFK	+ Netto finanskostnad	-15 281	-29 316	-51 280	-86 757	-187 392	-161 622
NRE	= Nettoresultat til egenkapital	287 963	-111 921	-72 399	335 801	8 194	-1 067 145
UNDR	+ Unormalt netto driftsresultat	118 757	259 910	397 221	-102 489	721 503	108 662
UNFR	+ Unormalt netto finansresultat	39 042	33 083	-195 546	223 637	-409 900	323 356
FNR	= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	445 762	181 072	129 275	456 949	319 797	-635 127
NBU	- Netto betalt utbytte	-258 477	-13 225	-20 411	-18 114	-9 379	-13 600
ΔEK	= Endring i egenkapital	704 239	194 297	149 686	475 063	329 176	-621 527

Omgruppering av balanseregnskapet

Norwegians balanseregnskap er som resultatregnskapet utarbeidet etter International Financial Reporting Standards. IFRS deler balansen inn i langsiktige og kortsiktige eiendeler, og langsiktig og kortsiktig gjeld. Eiendelene grupperes etter likviditet, mens gjelden grupperes etter forfall. Dette gjøres fordi IFRS er et kreditororientert rammeverk, og dette oppsettet gir kreditorene et veldig oversiktlig bilde av et selskaps evne til å betjene sin gjeld.

I denne oppgaven vurderes balansen fra et investorperspektiv, hvor fokuset er selskapets evne til å skape avkastning. Derfor må balanseregnskapet omgrupperes før det kan analyseres. For vår analyse omgrupperes balansen i driftsrelaterte og finansielle eiendeler og gjeldsposter.

Eiendelene som genererer driftsinntekter blir definert som driftsrelaterte, mens eiendeler som genererer finansinntekter blir definert som finansielle. Det samme gjelder gjelden i selskapet. Er gjelden påtatt for å generere driftsinntekter, er det driftsrelatert gjeld, mens gjeld påtatt for å generere finansinntekter, er finansrelatert gjeld. For å vurdere hvilke poster som er driftsrelaterte og hvilke som er finansielle, benyttes den rapporterte balansen samt de tilhørende notene. Det omgrupperte balanseregnskapet presenteres i tabell 5.7.

Tabell 5.7: Omgruppert balanseregnskap for Norwegian i perioden 2009-2014 i NOK 1000. Tall fra års- og kvartalsrapporter 2009-2014. Oppsett fra Knivsflå (2015).

Symbol	Beskrivelse	2009	2010	2011	2012	2013	2014
DAM	Driftsrelaterte anleggsmidler	2 685 756	4 456 513	6 471 066	8 985 795	10 746 925	18 362 600
DOM	Driftsrelaterte omløpsmidler	870 718	908 334	1 154 491	1 164 944	1 697 214	2 256 400
DE	Driftsrelaterte eiendeler	3 556 474	5 364 847	7 625 557	10 150 739	12 444 139	20 619 000
FAM	Finansielle anleggsmidler	33 328	33 892	30 571	27 252	103 931	90 147
FOM	Finansielle omløpsmidler	1 432 163	1 221 810	1 347 736	1 741 067	2 214 673	1 920 953
FE	Finansielle eiendeler	1 465 491	1 255 702	1 378 307	1 768 319	2 318 604	2 011 100
DE+FE	TOTALE EIENDELER	5 021 965	6 620 549	9 003 864	11 919 058	14 762 743	22 630 100
EK	Egenkapital	1 601 607	1 795 904	1 945 589	2 420 652	2 749 827	2 128 300
LDG	Langsiktig driftsrelatert gjeld	185 700	306 116	367 696	476 348	984 549	1 198 200
KDG	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 651 648	2 033 647	2 440 288	3 494 993	4 516 212	6 019 700
DG	Driftsrelatert gjeld	1 837 348	2 339 763	2 807 984	3 971 341	5 500 761	7 217 900
LFG	Langsiktig finansiell gjeld	907 707	1 963 910	2 698 373	4 177 706	5 743 755	10 241 000
KFG	Kortsiktig finansiell gjeld	675 303	520 972	1 551 918	1 349 359	768 400	3 042 900
FG	Finansiell gjeld	1 583 010	2 484 882	4 250 291	5 527 065	6 512 155	13 283 900
EK+DG+FG	TOTALKAPITAL	5 021 965	6 620 549	9 003 864	11 919 058	14 762 743	22 630 100

5.4 Analyse av målefeil og justeringer

Som nevnt tidligere tillater International Financial Reporting Standards visse regnskapsføringsmetoder som strider med god regnskapsskikk. Bruken av disse metodene gir målefeil i både resultat- og balanseposter. Uten justering vil resultatet og balansen gi et feilaktig inntrykk av selskapets reelle økonomiske situasjon. Det blir derfor også nødvendig å *justere* de omgrupperte regnskapstallene før de analyseres.

I følge Knivsflå (2015) skiller man mellom tre typer målefeil når det kommer til regnskapsføring. Målefeil av type 1 er avviket mellom idealverdi og markedsverdi. Målefeil av type 1 oppstår for eksempel ved regnskapsføring av eiendeler etter historisk kost og ikke virkelig verdi. Målefeil av type 2 er avvik mellom verdi ført etter International Financial Reporting Standards og idealverdi. Målefeil av type 2 oppstår ved at IFRS for eksempel ikke tillater balanseføring av markedsføringskostnader. Kostnadsføring av markedsføringskostnader gir et for lavt resultat samtidig som balansesummen blir for liten. Målefeil av type 3 er avvik mellom rapporterte verdier og IFRS som følge av «kreativ» regnskapsføring.

Norwegian og alle selskapene i den komparative bransjen rapporterer sine regnskaper etter International Financial Reporting Standards. Som tidligere vist med «dirty surplus» i det fullstendige nettoresultatet, tillater IFRS visse føringar som strider mot god regnskapsskikk og dermed skaper målefeil av type 2. Uten å korrigere for disse føringene vil de omgrupperte regnskapstallene ikke reflektere de underliggende økonomiske realitetene i selskapene, og dermed gjøre tallanalysen mindre relevant. For å kunne utføre en god analyse av regnskapstallene er det derfor viktig å justere regnskapstallene for bruken av disse føringene.

IFRS-regelverket tillater flere føringar som skaper målefeil av type 2, men på bakgrunn av tidsbegrensninger og en vurdering av størrelsesordenen på målefeilen korrigeres det kun for den største og mest relevante målefeilen i flybransjen – at operasjonelle leasingkostnader etter IFRS ikke må balanseføres.

Leasing av fly er en stor del av operasjonene i et flyselskap. Dette gjør summene det leases for vesentlige. SAS, ett av selskapene som utgjør den komparative bransjen, leaset for eksempel mellom 40-50 % av flyene de opererte i 2013 (SAS, 2014). Ettersom flyflåten representerer størstedelen av driftseiendelene til et flyselskap, blir selskapets balansesum altfor lav når flyene som leases operasjonelt ikke balanseføres. Når de operasjonelle leasingkostnadene føres som driftskostnader i stedet for å balanseføres, blir også selskapets

driftskostnader for høye og finanskostnadene for lave. Resultatregnskapet må derfor også korrigeres for de operasjonelle leasingkostnadene.

Det er viktig å legge merke til at balansejusteringen ikke har effekt på selskapets egenkapital ettersom økning i driftseiendelene blir matchet av en tilsvarende økning i driftsgjeld. Det blir heller ingen effekt på nettoresultatet til egenkapital av resultatjusteringen ettersom reduserte driftskostnader blir utlignet av økte finanskostnader.

5.4.1 Justering av balanse og resultatregnskap

Justering av balansen

For å regne ut kapitalsummen som måtte balanseføres som følge av «reverseringen» av kostnadsføringen av de operasjonelle leasingkostnadene, benyttes formelen:

$$Kapital = \frac{\text{Årlig leie}}{\text{Annuitet}}$$

der

$$\text{Annuitet} = r - \frac{1}{(r \cdot (1+r)^t)}$$

$r =$ *finansiell rente*

$t =$ *avskrivningstid på kapitalen*

Den årlige leiekostnaden til operasjonell leasing ble lest ut av finansregnskapsnotene. Renten ble kalkulert som den årlige finanskostnaden over finansiell gjeld, og T ble satt til 20 år ettersom dette er standard avskrivningstid for fly i bransjen. For å estimere gjennomsnittlig leiekapital benyttes den gjennomsnittlige årlige leiekostnaden og den gjennomsnittlige årlige renten i analyseperioden til utregningen av kapitalen.

Tabell 5.8 viser effekten av justering for operasjonell leasing på balanseregnskapet.

Tabell 5.8: Effekt av leasing på balansen for Norwegian i perioden 2009-2014 i NOK 1000. Tall hentet fra års- og kvartalsrapporter. Oppsett fra Knivsflå (2015).

Effekt av leasing på balansen	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Effekt på driftseiendeler	15 185 343	15 185 343	15 185 343	15 185 343	15 185 343	15 185 343
Effekt på utsatt skatt	-4 323 797	-4 323 797	-4 323 797	-4 323 797	-4 323 797	-4 323 797
Total effekt på driftseiendeler	10 861 546	10 861 546	10 861 546	10 861 546	10 861 546	10 861 546
Effekt på langsiktig driftsgjeld	10 594 612	10 479 892	10 447 389	10 429 899	10 463 065	10 087 814
Effekt på kortsiktig driftsgjeld	266 934	381 654	414 158	431 648	398 482	773 733
Total effekt på driftsrelatert gjeld	10 861 546	10 861 546	10 861 546	10 861 546	10 861 546	10 861 546
Effekt på egenkapital	0	0	0	0	0	0

Som tabell 5.8 viser får justeringen for operasjonell leasing enorm effekt på balansesummen, som øker med nesten en tredjedel i 2014. Egenkapitalandelen i Norwegian synker dermed også betraktelig som følge av justeringen.

Justering av resultatet

For å justere resultatregnskapet for effekten av operasjonell leasing ble endringen i driftskostnadene, utsatt skatt og finanskostnader beregnet. Endring i driftskostnader ble regnet ut ved å multiplisere det inngående leiekrevet med den renten som var beregnet for å regne ut annuiteten ovenfor. Effekten på utsatt skatt ble regnet ut ved å multiplisere endringen i driftskostnadene med netto driftsskattesats. Endringen i finanskostnadene ble så summen av endringen i driftskostnadene og endringen i utsatt skatt.

Tabell 5.9 viser effekten av justering for operasjonell leasing på resultatregnskapet.

Tabell 5.9: Effekt av leasing på resultatregnskapet for Norwegian i perioden 2009-2014 i NOK 1000. Tall hentet fra års- og kvartalsrapporter 2009-2014. Oppsett fra Knivsflå (2015).

Effekt av leasing på resultatregnskapet	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Frafall av rentekostnad	200 804	245 415	250 973	326 521	598 590	253 091
Reduksjon utsatt skatt	-57 176	-69 878	-71 461	-92 972	-170 439	-72 064
Total effekt netto driftsresultat	143 628	175 537	179 512	233 549	428 150	181 027
Økning i finanskostnad	143 628	175 537	179 512	233 549	428 150	181 027
Total effekt på nettoresultat til egenkapital	0	0	0	0	0	0

En tilsvarende justering ble utført for manglende balanseføring av operasjonelle leasingkostnader på det omgrupperte resultat- og balanseregnskapet til den komparative bransjen.

5.4.2 Omgrupperte og justerte regnskapstall

Nedenfor blir de omgrupperte regnskaps- og balansetallene for Norwegian presentert.

Tabell 5.10: Omgruppert og justert resultatregnskap for Norwegian i perioden 2009-2014 i NOK 1000. Tall hentet fra års- og kvartalsrapporter. Oppsett fra Knivsflå (2015).

Symbol	Beskrivelse	2009	2010	2011	2012	2013	2014
DI	Driftsinntekter	7 178 061	8 244 167	10 322 032	12 606 567	15 139 347	19 540 000
DU	Driftsutgifter	6 643 010	8 241 692	10 242 466	11 885 656	14 683 885	20 769 473
DR	Driftsresultat i egen virksomhet	535 051	2 475	79 566	720 911	455 462	-1 229 473
DSK	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	111 452	-49 277	-28 458	138 769	7 777	-401 619
NRD	Netto driftsresultat i egen virksomhet	423 599	51 752	108 025	582 142	447 686	-827 854
NRT	Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	3 200	6 328	19 518	32 840	46 597	57 600
NDR	Netto driftsresultat	426 799	58 080	127 543	614 982	494 283	-770 254
NFI	Netto finansinntekt	20 073	34 853	30 850	41 125	129 454	45 759
NRS	Nettoresultat til sysselsatt kapital	446 873	92 932	158 393	656 107	623 737	-724 496
NFK	Netto finanskostnad	-158 909	-204 853	-230 792	-320 306	-615 543	-342 649
NRE	Nettoresultat til egenkapital	287 963	-111 921	-72 399	335 801	8 194	-1 067 145
UNDR	Unormalt netto driftsresultat	118 757	259 910	397 221	-102 489	721 503	108 662
UNFR	Unormalt netto finansresultat	39 042	33 083	-195 546	223 637	-409 900	323 356
FNR	Fullstendig nettoresultat til egenkapital	445 762	181 072	129 275	456 949	319 797	-635 127
NBU	Netto betalt utbytte	-258 477	-13 225	-20 411	-18 114	-9 379	-13 600
ΔEK	Endring i egenkapital	704 239	194 297	149 686	475 063	329 176	-621 527

Tabell 5.11: Omgruppert og justert balanse for Norwegian i perioden 2009-2014 i NOK 1000. Oppsett fra Knivsflå (2015).

Symbol	Beskrivelse	2009	2010	2011	2012	2013	2014
DAM	Driftsrelaterte anleggsmidler	13 547 302	15 318 059	17 332 612	19 847 341	21 608 471	29 224 146
DOM	Driftsrelaterte omløpsmidler	870 718	908 334	1 154 491	1 164 944	1 697 214	2 256 400
DE	Driftsrelaterte eiendeler	14 418 020	16 226 393	18 487 103	21 012 285	23 305 685	31 480 546
FAM	Finansielle anleggsmidler	33 328	33 892	30 571	27 252	103 931	90 147
FOM	Finansielle omløpsmidler	1 432 163	1 221 810	1 347 736	1 741 067	2 214 673	1 920 953
FE	Finansielle eiendeler	1 465 491	1 255 702	1 378 307	1 768 319	2 318 604	2 011 100
DE+FE	TOTALE EIENDELER	15 883 511	17 482 095	19 865 410	22 780 604	25 624 289	33 491 646
EK	Egenkapital	1 601 607	1 795 904	1 945 589	2 420 652	2 749 827	2 128 300
LDG	Langsiktig driftsrelatert gjeld	10 780 312	10 786 008	10 815 085	10 906 247	11 447 614	11 286 014
KDG	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 918 582	2 415 301	2 854 446	3 926 641	4 914 694	6 793 433
DG	Driftsrelatert gjeld	12 698 894	13 201 309	13 669 530	14 832 887	16 362 307	18 079 446
LFG	Langsiktig finansiell gjeld	907 707	1 963 910	2 698 373	4 177 706	5 743 755	10 241 000
KFG	Kortsiktig finansiell gjeld	675 303	520 972	1 551 918	1 349 359	768 400	3 042 900
FG	Finansiell gjeld	1 583 010	2 484 882	4 250 291	5 527 065	6 512 155	13 283 900
EK+DG+FG	TOTALKAPITAL	15 883 511	17 482 095	19 865 410	22 780 604	25 624 289	33 491 646

Totalbalansen kan videre omgrupperes til en sysselsatt balanse, som viser selskapets sysselsatte kapital. Den sysselsatte kapitalen tilsvarer kapitalen skutt inn av eiere i form av egenkapital og långivere i form av finansiell gjeld. Den sysselsatte kapitalen finansierer selskapets netto driftseiendeler og finansielle eiendeler. Netto driftseiendeler er selskapets driftseiendeler fratrukket selskapets driftsgjeld. I følge Knivsflå (2015) er driftsrelatert gjeld som kundefordringer et resultat av driftssyklusen og investeringer i driftskapasitet, og bør derfor ses på som en korreksjon til driftseiendelene i stedet for gjeld.

Tabell 5.12 viser Norwegians balanse omgruppert til å vise sysselsatt kapital.

Tabell 5.12: Omgruppert og justert sysselsatt kapital for Norwegian i perioden 2009-2014 i NOK 1000. Oppsett fra Knivsflå (2015).

Symbol	Beskrivelse	2009	2010	2011	2012	2013	2014
NDE	Netto driftseiendeler	1 719 126	3 025 084	4 817 573	6 179 398	6 943 378	13 401 100
+ FE	Finansielle eiendeler	1 465 491	1 255 702	1 378 307	1 768 319	2 318 604	2 011 100
= SSE	Sysselsatte eiendeler	3 184 617	4 280 786	6 195 880	7 947 717	9 261 982	15 412 200
EK	Egenkapital	1 601 607	1 795 904	1 945 589	2 420 652	2 749 827	2 128 300
+ FG	Finansiell gjeld	1 583 010	2 484 882	4 250 291	5 527 065	6 512 155	13 283 900
= SK	Sysselsatt kapital	3 184 617	4 280 786	6 195 880	7 947 717	9 261 982	15 412 200

Et selskaps finansielle eiendeler er eiendeler selskapet har utover det som behøves for å drifte selskapet. Man kan derfor videre analysere selskapets balanse ut ifra kapitalen som faktisk går med til drift av selskapet (Knivsflå, 2015).

Tabell 5.13 viser Norwegians balanse omgruppert til å vise Norwegians netto driftskapital. Netto driftskapital er kapital skutt inn av eierne i form av egenkapital og långiverne i form av finansiell gjeld for å finansiere selskapets drift, kontra investeringer i selskapets finansielle eiendeler. Netto driftskapital tilsvarer altså selskapets egenkapital og netto finansielle gjeld. Netto finansiell gjeld er den finansielle gjelden fratrukket finansielle eiendeler. Selskapets netto driftskapital går til å finansiere selskapets netto driftseiendeler.

Tabell 5.13: Omgruppert og justert netto driftskapital for Norwegian i perioden 2009-2014 i NOK 1000. Oppsett fra Knivsflå (2015).

Symbol	Beskrivelse	2009	2010	2011	2012	2013	2014
NDE	Netto driftseiendeler	1 719 126	3 025 084	4 817 573	6 179 398	6 943 378	13 401 100
EK	Egenkapital	1 601 607	1 795 904	1 945 589	2 420 652	2 749 827	2 128 300
NFG=FG-FE	Netto finansiell gjeld	117 519	1 229 180	2 871 984	3 758 746	4 193 551	11 272 800
NDK	Netto driftskapital	1 719 126	3 025 084	4 817 573	6 179 398	6 943 378	13 401 100

5.5 Videre rammeverk for forholdstallsanalyse

De omgrupperte og justerte regnskapstallene blir benyttet i kapittel 6 for analyse av Norwegians likviditet og soliditet. På bakgrunn av denne analysen vil Norwegian tilskrives en syntetisk kredittrisikoring.

I kapittel 7 vil selskapets avkastningskrav regnes ut. Den syntetiske kredittrisikoringen vil være avgjørende for selskapets avkastningskrav på finansiell gjeld.

I kapittel 8 vil avkastningskravene fra kapittel 7 og de omgrupperte og justerte regnskaps-tallene benyttes for å analysere selskapets lønnsomhet i analyseperioden.

6. Analyse av risiko

I dette kapitlet analyseres Norwegians kredittrisiko. Et selskaps kredittrisiko representerer risikoen långiver står overfor når han låner selskapet penger. Risikoen långiver tar på seg i en slik situasjon er at selskapet vil misligholde lånet og dermed påføre långiver et potensielt tap som følge av gjeldsforhandlinger eller konkurs. En lav kredittrisiko betyr at låneren ses på som en sikker betaler, mens en høyere kredittrisiko betyr at låneren ses på som mer usikker (Knivsflå, 2015).

For å vurdere kredittrisikoen til Norwegian utføres en likviditetsanalyse og en soliditetsanalyse av selskapet. Likviditetsanalysen gir oss informasjon om den kortsiktige risikoen i Norwegian ved å se på Norwegians evne til å håndtere sine kortsiktige forpliktelser. Soliditetsanalysen gir oss informasjon om Norwegians evne til å håndtere lengre perioder med tap. Sammen vil de to analysene danne et godt bilde av Norwegians overordnede kredittrisiko, og ut ifra denne risikoen vil Norwegian tilskrives en syntetisk kredittrisikoring. Denne ratingen vil bli brukt i utregningen av avkastningskrav i kapittel 7.

Likviditets- og soliditetsanalysen består hovedsakelig av forholdstall. Disse forholdstallene vil være produsert på bakgrunn av de omgrupperte og justerte regnskapstallene for Norwegian og bransjen fra kapittel 5. For å vurdere forholdstallene benyttes tidsserieanalyse og bransjeanalyse. Tidsserieanalyse betyr å se på forholdstallene over tid, slik at man kan avdekke eventuelle trender i tallene. Bransjeanalyse betyr å vurdere Norwegians forholdstall opp mot bransjens slik at man kan vurdere den *relative* styrken eller svakheten i Norwegians forholdstall (Knivsflå, 2015). Som tidligere nevnt består vår komparative bransje av, inkludert Norwegian, Ryanair, EasyJet, SAS, Lufthansa, KLM og Air Berlin.

6.1 Likviditetsanalyse – analyse av kortsiktig risiko

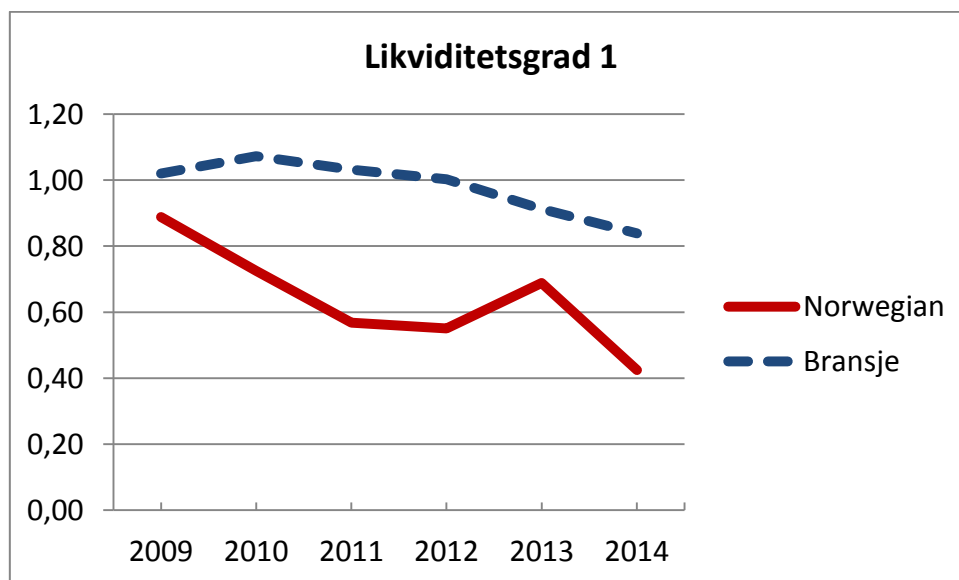
En likviditetsanalyse er en analyse av selskapets evne til å betjene sine løpende betalingsforpliktelser. Likviditetsanalysen består av en tidsserie- og bransjeanalyse av forholdstallene likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2, rentedekningsgrad og finansiell gjeldsdekningsgrad, samt en kontantstrømanalyse.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Knivsfå (2015) definerer likviditetsgrad 1 som omløpsmidler dividert på kortsiktig gjeld. Omløpsmidlene består av driftsomløpsmidler og finansielle omløpsmidler, mens den kortsiktige gjelden består av kortsiktig driftsgjeld og kortsiktig finansiell gjeld.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Driftrelaterte omløpsmidler} + \text{finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig driftsrelatert gjeld} + \text{kortsiktig finansiell gjeld}}$$

Et høyt forholdstall indikerer at virksomheten har godt med likvide midler til å dekke kravene sine etter hvert som de forfaller, og således lav likviditetsrisiko. Motsatt vil et lavt forholdstall indikere at virksomheten kan få problemer med å innfri kravene til forfall, og dermed har høy likviditetsrisiko. En tommelfingerregel sier at likviditetsgrad 1 bør være minst 2, slik at over halvparten av omløpsmidlene er finansiert med langsiktig kapital (Knivsfå, 2015).



Figur 6.1: Likviditetsgrad 1 for Norwegian og bransjen i perioden 2009-2014.

Figur 6.1 viser at Norwegians likviditetsgrad 1 over hele måleperioden ligger godt under bransjegjennomsnittet. Norwegian har en gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 på 0,64 i analyseperioden, mot bransjens 0,98. Tidsserieanalysen av Norwegians likviditetsgrad 1 avdekker en urovekkende trend hvor Norwegians likviditetsgrad 1 er hurtigfallende i perioden. I 2014 er den nesten nede i 0,4, nærmest halvparten av bransjegjennomsnittet.

Årsaken til Norwegians fallende likviditetsgrad 1 er at selskapets kortsiktige gjeld i analyseperioden har økt mye mer enn omløpsmidlene. Den store økningen i kortsiktig gjeld

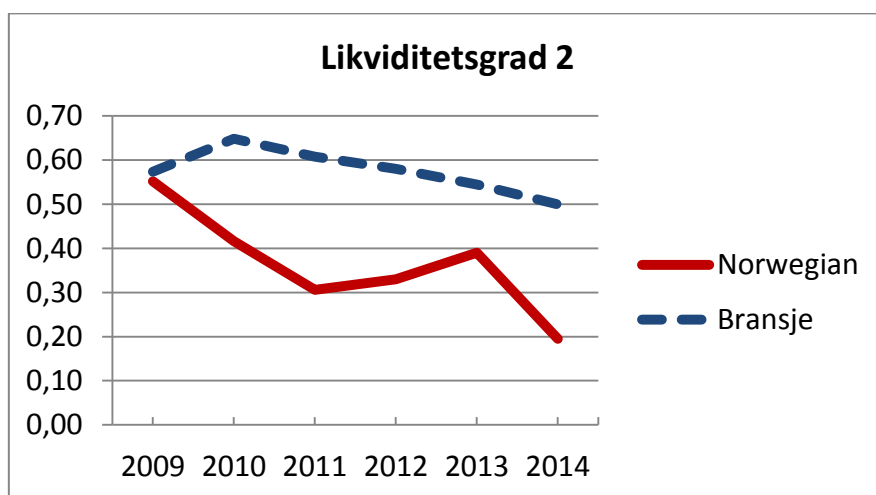
stammer hovedsakelig fra økningen i kortsiktig driftsrelatert gjeld i perioden, men i 2014 økte også den finansielle gjelden kraftig. Omløpsmidlene, som hovedsakelig består av kontanter og kundefordringer, har ikke holdt følge med utviklingen av den kortsiktige gjelden.

Både Norwegian og bransjen ligger langt under tommelfingerregelen om en likviditetsgrad 1 på 2. Vi mener derimot at denne tommelfingerregelen ikke er egnet for flybransjen fordi forskjellige bransjer har forskjellige behov for likviditet. Ved å undersøke nærmere 3000 amerikanske bedrifter i nesten 40 bransjer avdekket Slaubaugh, Pollock og Schmelzle (2004) at balansesummen til selskapene i bransjen og bransjens kapitalintensitet var avgjørende faktorer for bransjens likviditetsgrader. De fant generelt at jo større balansesummen i de undersøkte selskapene var, desto lavere var likviditetsgradene. Studien viste at flybransjen var en av industriene med signifikant lavere likviditetsgrad 1 enn tommelfingerregelen på 2. Gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 for amerikanske flyselskaper var 1,03. Sammenlignet med dette målet er vår komparative bransjes likviditetsgrad 1 på 0,98 relativt på linje med hva som er vanlig i flybransjen.

6.1.2 Likviditetsgrad 2

Knivsflå (2015) definerer likviditetsgrad 2 som forholdet mellom de mest likvide omløpsmidlene, de finansielle omløpsmidlene, og kortsiktig gjeld. Kortsiktig gjeld består av kortsiktig driftsgjeld og kortsiktig finansiell gjeld. Tommelfingerregelen sier at forholdet bør være minst 1 (Knivsflå, 2015).

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig driftsrelatert gjeld} + \text{kortsiktig finansiell gjeld}}$$



Figur 6.2: Likviditetsgrad 2 for Norwegian og bransjen i perioden 2009-2014.

Figur 6.2 viser at Norwegian og bransjen hadde tilnærmet identisk likviditetsgrad i 2009. Utover analyseperioden har Norwegian likviditetsgrad 2 falt kraftig, mens bransjen er omtrent der den var da perioden startet. I analyseperioden hadde bransjen en gjennomsnittlig likviditetsgrad 2 på 0,58 mens Norwegian gjennomsnitt var 0,37. Som med likviditetsgrad 1 er både bransjen og Norwegian godt under tommelfingerregelen om et minimumsnivå på 1, men som med likviditetsgrad 1 mener vi at også denne tommelfingerregelen ikke er et godt mål på likviditetsbehovet i flybransjen. Slaubaugh, Pollock og Schmelzle (2004) fant at gjennomsnittlig likviditetsgrad 2 i den amerikanske flybransjen var 0,78.

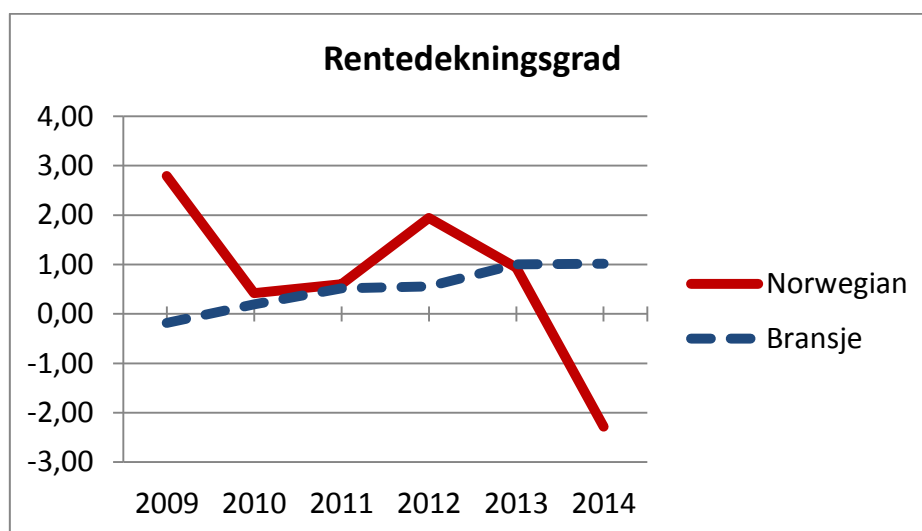
Årsakene til Norwegian fallende likviditetsgrad 2 er de samme som for likviditetsgrad 1 – en sterk økning i kortsiktig driftsrelatert gjeld i analyseperioden og en sterk økning i kortsiktig finansiell gjeld i 2014, sammen med en ikke like hurtigvoksende kontantbeholdning.

Ut ifra analysen av Norwegian likviditetsgrad 2 konkluderes det med at Norwegian evne til å dekke kortsiktig gjeld med de mest likvide omløpsmidlene, de finansielle, har blitt kraftig redusert gjennom analyseperioden og er nå relativt svak.

6.1.3 Rentedeckningsgrad

Et selskaps rentedeckningsgrad er antall ganger selskapet kan betjene sine rentekostnader med inntjeningen sin. Rentedeckningsgraden måles som forholdet mellom nettoresultatet fra sysselsatt kapital og netto finanskostnad. Nettoresultatet fra sysselsatt kapital er summen av netto driftsresultat og netto finansinntekt (Knivsflå, 2015).

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{netto finansinntekt}}{\text{Netto finanskostnad}}$$



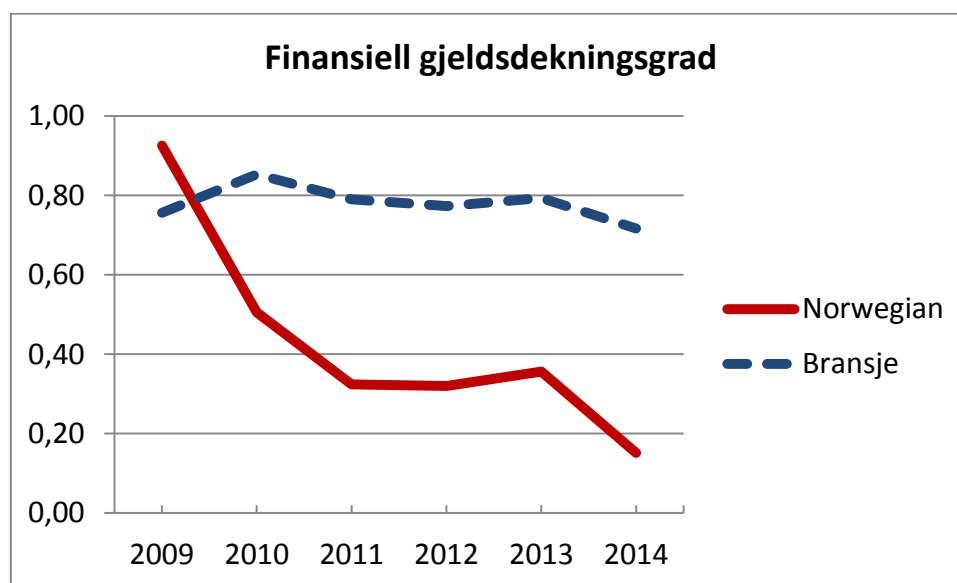
Figur 6.3: Rentedeckningsgrad for Norwegian og bransjen i perioden 2009-2014.

Fra figur 6.3 fremgår det at Norwegians rentedeckningsgrad har vært veldig volatil gjennom analyseperioden, mens bransjens har vært stabilt stigende. Volatiliteten i Norwegians rentedeckningsgrad kommer hovedsakelig av store svingninger i driftsresultatet og mindre svingninger i finanskostnadene. Etter hvert som Norwegian har påtatt seg mer gjeld for å finansiere investeringer i nye fly, har finanskostnadene i analyseperioden vært relativt jevnt stigende. Norwegian har i perioden hatt en gjennomsnittlig rentedeckningsgrad på 0,74, et tall sterkt forringet av det negative årsresultatet i 2014. Bransjen har hatt et snitt på 0,52. Fra et bransjeperspektiv er derfor Norwegians rentedeckningsgrad relativt sett god, men tidsserieanalysen viser at Norwegian har sett rentedeckningsgraden sin sterkt redusert i perioden samtidig som bransjens har vært stigende.

6.1.4 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad defineres som forholdet mellom finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Er forholdstallet større enn 1 innebærer det at virksomheten har nok finansielle eiendeler til å dekke all finansiell gjeld, og dermed besitter netto finansielle eiendeler. Er forholdstallet mindre enn 1 har selskapet netto finansiell gjeld. Faren for likviditetskrise øker jo mindre finansielle eiendeler man har, særlig finansielle omløpsmidler, ettersom dette er selskapets mest likvide midler (Knivsflå, 2015).

$$\text{Finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}}$$



Figur 6.4: Finansiell gjeldsdekningsgrad for Norwegian og bransjen i perioden 2009-2014.

Norwegians finansielle gjeldsdekningsgrad har, som figur 6.4 viser, falt kraftig gjennom analyseperioden og ligger nå godt under bransjesnittet. I analyseperioden har Norwegian hatt en gjennomsnittlig finansiell gjeldsdekningsgrad på 0,43, mens bransjesnittet har vært 0,78. Fra et bransjeperspektiv er Norwegians finansielle gjeldsdekningsgrad nå omtrent halvparten av bransjesnittet, og dermed relativt svak. Tidsserieanalysen viser også at som med likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2 og rentedekningsgraden, har Norwegian gjennom perioden opplevd kraftig reduksjon i sin finansielle gjeldsdekningsgrad. Det kraftige fallet kommer som følge av stor økning i finansiell gjeld i perioden, samtidig som de finansielle eiendelene, hovedsakelig kontantbeholdningen, har holdt seg relativt stabile.

6.1.5 Kontantstrømanalyse

Tabell 6.1 viser utviklingen i Norwegians finansielle eiendeler i løpet av analyseperioden. Utviklingen i finansielle eiendeler er godt egnet til å gi et bilde av selskapets likviditetssituasjon ettersom selskapets finansielle eiendeler vil være dets mest likvide midler. Norwegians økning i finansielle eiendeler i perioden er liten når man sammenligner med økningene i driftsinntekter eller balansesummen. Dette skyldes at fri kontantstrøm fra drift har vært negativ i alle år utenom 2013. Denne kontantstrømmen har vært negativ på grunn av et relativt lavt netto driftsresultat kombinert med store investeringer i netto driftseiendeler. På tross av de hovedsakelig negative kontantstrømmene fra drift, har de finansielle eiendelene i Norwegian økt i samtlige år med unntak av 2014, som en følge av selskapets store økning i finansiell gjeld.

Tabell 6.1: Kontantstrømanalyse – utvikling finansielle eiendeler for Norwegian i perioden 2009-2014 i NOK 1000. Oppsett fra Knivsfå (2015).

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Netto driftsresultat	426 799	58 080	127 543	614 982	494 283	-770 254
+ Unormalt netto driftsresultat	118 757	259 910	397 221	-102 489	721 503	108 662
- Endring i netto driftseiendeler	754 952	1 305 958	1 792 489	1 361 825	763 980	6 457 722
= Fri kontantstrøm fra drift	-209 395	-987 968	-1 267 726	-849 332	451 805	-7 119 314
- Netto finanskostnad	-158 909	-204 853	-230 792	-320 306	-615 543	-342 649
+ Endring i finansiell gjeld	884 681	901 872	1 765 409	1 276 774	985 090	6 771 745
= Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift	516 376	-290 949	266 891	107 136	821 353	-690 219
- Netto betalt utbytte	-258 477	-13 225	-20 411	-18 114	-9 379	-13 600
= Fri kontantstrøm til fin. investering fra drift	774 853	-277 724	287 302	125 250	830 732	-676 619
+ Netto finansinntekter	20 073	34 853	30 850	41 125	129 454	45 759
+ Unormalt netto finansresultat	39 042	33 083	-195 546	223 637	-409 900	323 356
= Endring i finansielle eiendeler	833 968	-209 789	122 606	390 012	550 286	-307 504
Finansielle eiendeler 01.01	631 164	1 465 491	1 255 702	1 378 307	1 768 319	2 318 604
Finansielle eiendeler 31.12	1 465 132	1 255 702	1 378 308	1 768 319	2 318 605	2 011 100

En kontantstrømanalyse av Norwegians låneopptak viser hvorfor det har vært nødvendig med stor økning av finansiell gjeld i løpet av analyseperioden. Som vist ved den betydelige endringen i netto driftseiendeler har Norwegian i analyseperioden foretatt store investeringer i flyflåten sin.

Ettersom flybransjen er en veldig kapitalintensiv bransje med lave marginer, og Norwegian er i en vekstfase hvor resultatet enda ikke har stabilisert seg, har ikke inntjeningen i Norwegian alene vært stor nok til å investere i disse driftseiendelene. Selskapet har derfor vært nødt til å ta opp store mengder lån for å finansiere sin ekspansjon.

Tabell 6.2: Kontantstrømanalyse – behov for å ta opp finansiell gjeld for Norwegian i perioden 2009-2014 i NOK 1000. Oppsett fra Knivsflå (2015).

År	2009	2010	2011	2012	2013	2 014
Netto driftsresultat	426 799	58 080	127 543	614 982	494 283	-770 254
+ Unormalt netto driftsresultat	118 757	259 910	397 221	-102 489	721 503	108 662
- Endring i netto driftseiendeler	754 952	1 305 958	1 792 489	1 361 825	763 980	6 457 722
= Fri kontantstrøm fra drift	-209 395	-987 968	-1 267 726	-849 332	451 805	-7 119 314
+ Netto finansinntekter	20 073	34 853	30 850	41 125	129 454	45 759
+ Unormalt netto finansresultat	39 042	33 083	-195 546	223 637	-409 900	323 356
- Endring i finansielle eiendeler	834 327	-209 789	122 605	390 012	550 285	-307 504
= Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital	-984 608	-710 244	-1 555 027	-974 582	-378 925	-6 442 696
+ Netto betalt utbytte	-258 477	-13 225	-20 411	-18 114	-9 379	-13 600
= Fri kontantstrøm til finansiell gjeld	-726 131	-697 019	-1 534 616	-956 468	-369 546	-6 429 096
+ Netto finanskostnad	-158 909	-204 853	-230 792	-320 306	-615 543	-342 649
= Behov for å ta opp finansiell gjeld	-885 040	-901 872	-1 765 408	-1 276 774	-985 089	-6 771 745

6.1.6 Oppsummering likviditetsanalyse

Analysen av Norwegians kortsiktige risiko viste at Norwegians likviditet er klart svakere enn bransjens. Norwegians likviditetsgrad 1 og 2 og finansiell gjeldsdekningsgrad var alle i gjennomsnitt langt lavere enn bransjesnittet i analyseperioden, og alle viste nedadgående trender. Bare Norwegians rentedekningsgrad var gjennomsnittlig høyere enn bransjens, men også denne var i en fallende trend, hovedsakelig på grunn av selskapets fallende netto driftsresultat siden 2009. I denne analysen blir Norwegian sammenlignet med en bransje som har likviditetstall langt under hva tommelfingerreglene sier de bør være, noe som gjør Norwegians lave tall mer bekymringsverdige.

Det er imidlertid viktig å huske på at en sammenligning mellom Norwegian og bransjen ikke er helt «rettferdig» ettersom Norwegian er inni en vekstfase og dermed har vært nødt til å

investere store summer i nye fly. Dette så vi tydelig i kontantstrømanalysen som i analyseperioden viste stor økning i netto driftseiendeler, sammen med en økning i gjeld. I en vekstfase vil resultatene typisk ikke ha stabilisert seg, noe kapittel 5 viste er tilfellet for Norwegian. Samtidig tar selskapet på seg store mengder gjeld for å finansiere ekspansjon. Dermed kan forholdstallene gi et dårligere inntrykk enn hva selskapets faktiske økonomiske situasjon skulle tilsi.

6.2 Soliditetsanalyse – analyse av langsiktig risiko

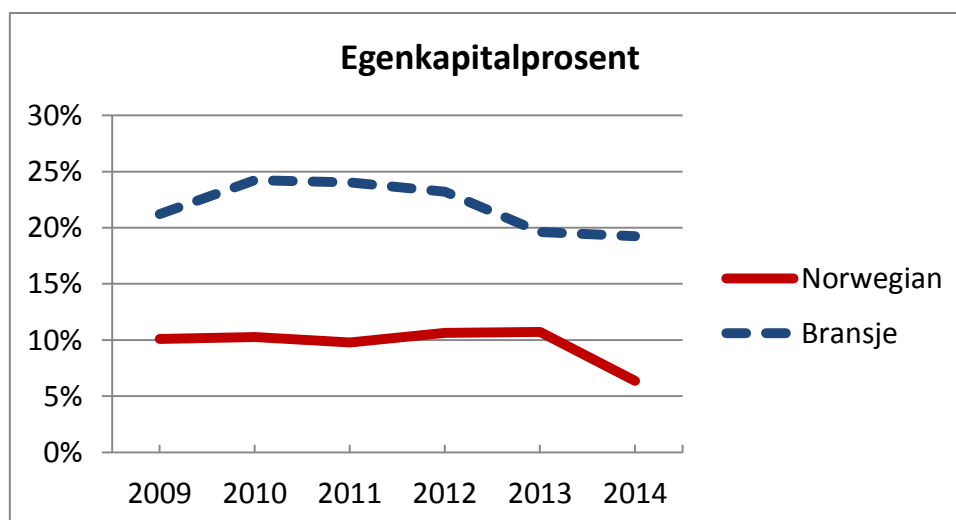
En soliditetsanalyse har som mål å undersøke om et selskap har økonomiske ressurser til å tåle fremtidige tap (Knivsflå, 2015). Et selskaps evne til å stå i mot fremtidige tap uten å gå konkurs avhenger hovedsakelig av selskapets egenkapitalandel og finansieringsmuligheter. I soliditetsanalysen av Norwegian undersøkes forholdstallene egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet nærmere, samt at det utarbeides en finansieringsmatrise.

6.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten er egenkapital, inkludert eventuell minoritetsinteresse, som andel av totalkapitalen. Jo høyere denne andelen er, desto mer skjermet er selskapets långivere mot tap, ettersom tap vil absorberes av selskapets egenkapital før det eventuelt går utover selskapets långivere. En høy egenkapitalprosent er derfor positivt for selskapets soliditet (Knivsflå, 2015).

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital} + \text{minoritetsinteresse}}{\text{Totalkapital}}$$

Det er verdt å merke seg at denne måten å måle egenkapitalprosent ikke er internkonsistent ettersom det er *bokført* og ikke reell verdi av egenkapitalen som brukes i telleren, mens nevneren består av en totalkapital som har blitt justert for operasjonelle leasingkostnader for å være mer lik den *reelle* totalkapitalen i selskapet. Dersom et selskaps covenantskrav for finansieringen gir føringer for egenkapitalprosenten, ville bokført egenkapital over bokført totalkapital blitt brukt som mål på egenkapitalprosenten.



Figur 6.5: Egenkapitalprosent for Norwegian og bransjen i perioden 2009-2014.

Som figur 6.5 viser har Norwegians egenkapitalprosentandel vært stabilt lav i perioden på omtrent halvparten av bransjegjennomsnittet. Den store nedgangen i 2014 skyldes en doubling av finansiell gjeld fra året før. Som følge av denne nedgangen er egenkapitalprosenten i Norwegian nå på urovekkende 6 %. Ved bruk av bokført verdi av total kapital i nevneren er egenkapitalprosenten ca. 9-10 %. Det er en liten forbedring, men fortsatt veldig lavt.

6.2.2 Covenantskrav

Norwegians covenantskrav på obligasjonslånene er at de til enhver tid har en egenkapital på 1,5 milliarder kroner, en minimumslikviditet (som leses som kontanter eller kontantlignende instrumenter) på 500 millioner kroner og ikke utbetaler dividende på mer enn 35 % av årsresultatet (Norwegian, 2015). Norwegians kontantbeholdning er på over 2 milliarder kroner, og dividendekravet er det helt opp til Norwegian selv å overholde, slik at den eneste reelle faren for brudd på covenantskrav er egenkapitalkravet. Presentasjonen av balansen i kapittel 5 viser at Norwegians egenkapital i 2014 er 2,1 milliarder kroner. Dersom Norwegians resultat i 2015 blir like dårlig som i 2014 vil de, uten å skyte inn egenkapital, være like over covenantskravet satt for obligasjonslånene.

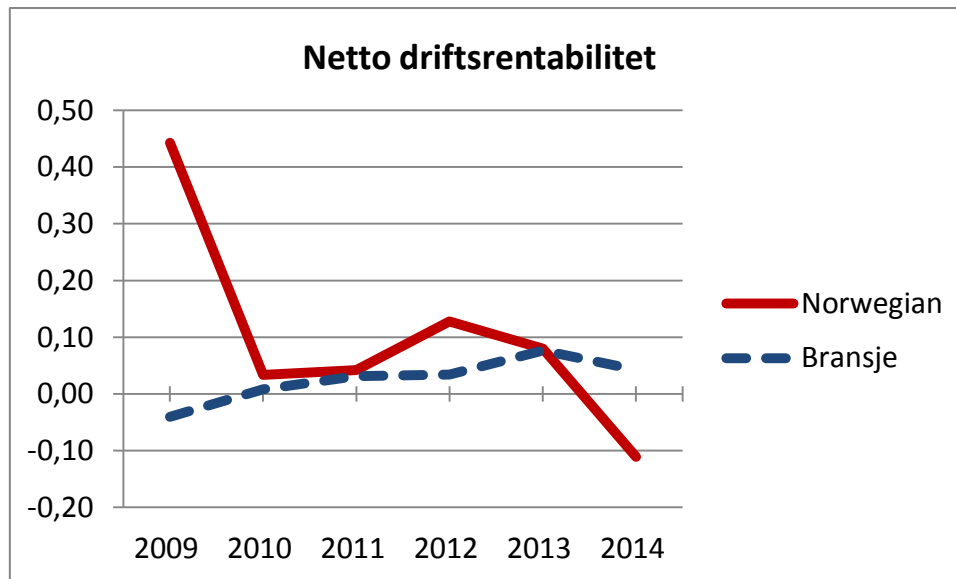
Det ses derfor på som veldig sannsynlig at Norwegian blir nødt til å få skutt inn mer kapital i form av egenkapital i nærmeste fremtid. Det er ikke satt covenantskrav på Norwegians øvrige gjeldsinstrumenter.

Flyfinansieringen er som nevnt i den strategiske analysen garantert for av eksportkredittryråer hvor flyene fungerer som sikkerhet.

6.2.3 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet er forholdet mellom netto driftsresultat (NDR) og netto driftskapital (NDK), og måler avkastningen som netto driftseiendelene genererer (Knivsflå, 2015). Netto driftskapital er regnet som årets gjennomsnittlige balanse ettersom driftsresultatet skapes jevnt over året.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{NDR}{NDK} = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + \frac{\Delta NDK_t - NDR_t}{2}}$$



Figur 6.6: Netto driftsrentabilitet for Norwegian og bransjen i perioden 2009-2014.

Norwegians netto driftsrentabilitet har gjennom analyseperioden variert voldsomt, hovedsakelig grunnet det positive rekordåret i 2009 og det negative rekordåret i 2014. I løpet av analyseperioden har Norwegians gjennomsnittlige netto driftsrentabilitet vært 10,3 %, mens bransjesnittet har vært 2,5 %. Dette samsvarer med vår konklusjon fra den strategiske analysen om at Norwegian besitter ressurser som gir høyere rentabilitet enn bransjen.

Norwegians volatile netto driftsrentabilitet skyldes store svingninger i netto driftsresultat i løpet av analyseperioden. Netto driftskapital har økt jevnlig, i tillegg til en større økning i 2014. Som påpekt i likviditetsanalysen er dette forventet fordi Norwegian er i en vekstfase med store kapitalinvesteringer, samtidig som resultatet ikke har stabilisert seg.

6.2.4 Finansieringsmatrise

En finansieringsmatrise viser hvordan de forskjellige eiendelene i et selskap eller bransje er finansiert på et gitt tidspunkt. I motsetning til de foregående analysene av egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet, viser ikke finansieringsmatrisen utvikling over tid. Selskapet eller bransjens eiendeler er listet vertikalt mens finansieringsmetodene er listet horisontalt. Finansieringsmetodene er listet fra mest til minst solid, slik at jo raskere matrisen går til bunns, desto mindre risikabel og desto mer solid er selskapets finansiering. Eiendelenes finansiering er listet i prosentandeler, slik at både summen av total kapital og totale eiendeler må bli 1, eller 100 %.

Tabell 6.3: Finansieringsmatrise for Norwegian i 2014. Oppsett fra Knivsflå (2015).

Norwegian	Egenkapital	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte anleggsmidler	0,06	0,34	0,31	0,17		0,87
Finansielle anleggsmidler				0,00		0,00
Driftsrelaterte omløpsmidler				0,03	0,03	0,07
Finansielle omløpsmidler					0,06	0,06
Totalkapital	0,06	0,34	0,31	0,20	0,09	1,00

Tabell 6.4: Finansieringsmatrise for bransjen i 2014. Oppsett fra Knivsflå (2015).

Bransje	Egenkapital	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte anleggsmidler	0,19	0,29	0,20	0,03		0,71
Finansielle anleggsmidler				0,02		0,02
Driftsrelaterte omløpsmidler				0,11		0,22
Finansielle omløpsmidler				0,11	0,05	0,16
Totalkapital	0,19	0,29	0,20	0,27	0,05	1,00

Fra matrisene i tabell 6.3 og 6.4 fremgår det at Norwegian er mindre solid finansiert enn bransjen. Begrunnelsen er hovedsakelig Norwegians lave egenkapitalprosent. Bransjen har finansiert 19 % av sine driftsanleggsmidler gjennom egenkapital mot Norwegians 6 %. Det er også verdt å merke seg at Norwegians andel eiendeler finansiert med kortsiktig finansiell gjeld er nesten dobbelt så stor som bransjens.

6.2.5 Oppsummering soliditetsanalyse

Soliditetsanalysen viser at Norwegian er et lite solid finansiert selskap. Norwegian egenkapitalandel har vært stabilt lav i analyseperioden på omtrent halvparten av bransjesnittet. Etter store tap i 2014 er den nå urovekkende lav. Vi mener det er sannsynlig at selskapet vil bli tvunget til å hente inn mer kapital for å heve egenkapitalandelen og for å sikre seg mot å falle under covenantskravene på obligasjonslånene sine. Dersom Norwegian ikke øker egenkapitalandelen sin vil bufferen mot fremtidige tap være veldig liten. Driftsresultatet i 2014 viste et tap på NOK 1,4 milliarder, og egenkapitalandelen i selskapet er nå på bare NOK 2,1 milliarder. Dersom Norwegian resultat i 2015 og 2016 blir tilnærmet like svake som 2014, vil det uten nye kapitalinnskudd trolig være veldig lite egenkapital igjen i selskapet.

Sammenligningen av finansieringsmatrisene til Norwegian og bransjen viste også at Norwegian er mindre solid finansiert enn bransjen. Også her begrunnes det med lav egenkapitalandel.

Driftsrentabiliteten til Norwegian har i analyseperioden vært mye bedre enn bransjens, men dette skyldes hovedsakelig rekordåret 2009. Et godt driftsresultat over relativt lite driftskapital ga ekstremt høy netto driftsrentabilitet. I 2014 var netto driftsrentabiliteten negativ etter flere år hvor driftsrentabiliteten var mer lik bransjens.

Målet med soliditetsanalysen var å vurdere Norwegian evne til å stå i mot en lengre periode med tap. Denne evnen har ikke Norwegian om de opplever flere år som 2014 uten å skyte inn mer egenkapital.

6.3 Oppsummering – syntetisk rating

Ved å bruke forholdstallene fra likviditets- og soliditetsanalysen kombinert med det helhetlige inntrykket risikoanalysen har gitt oss, utarbeides nå en syntetisk kredittrisikoring for Norwegian. Denne ratingen vil brukes i kapittel 7 til å beregne Norwegians avkastningskrav.

De fire forholdstallene som brukes til å gi en indikasjon på hvilken kredittrisikoring Norwegian bør få, er likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Ved å bruke Knivsflås (2015) tabell for forholdstall og tilhørende ratingkarakterer konstrueres en tabell som indikerer Norwegians kredittrisikoring.

Tabell 6.5: Ratingklasser (Knivsflås, 2015).

Rating	Likviditets- grad 1	Rentedeknings- grad	Egenkapital- prosent	Netto drifts- rentabilitet	Konkurs- sannsynlighet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350	0,00 %
	8,900	11,600	0,895	0,308	
AA	6,200	6,300	0,850	0,266	0,02 %
	4,600	4,825	0,755	0,216	
A	3,000	3,350	0,660	0,166	0,08 %
	2,350	2,755	0,550	0,131	
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096	0,26 %
	1,450	1,690	0,380	0,082	
BB	1,200	1,220	0,320	0,068	0,97 %
	1,050	1,060	0,270	0,054	
B	0,900	0,900	0,220	0,040	4,93 %
	0,750	0,485	0,175	0,026	
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	12,61 %
	0,550	-0,345	0,105	-0,002	
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016	27,96 %
	0,450	-1,170	0,030	-0,030	
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044	50,99 %
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058	
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	85,54 %

Tabell 6.6 viser Norwegians ulike forholdstall for analyseperioden. I tabell 6.7 har vi matchet forholdstallene fra tabell 6.6 med tilhørende ratingkarakterer fra tabell 6.5.

Tabell 6.6: Forholdstall for Norwegian i perioden 2009-2014.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Likviditetsgrad 1	0,89	0,73	0,57	0,55	0,69	0,43
Rentedekningsgrad	2,79	0,42	0,60	1,95	0,94	-2,28
Egenkapitalprosent	0,10	0,10	0,10	0,11	0,11	0,06
Netto driftsrentabilitet	0,38	0,02	0,03	0,12	0,08	-0,07

Tabell 6.7: Indikasjon på syntetisk rating for Norwegian i perioden 2009-2014.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Likviditetsgrad 1	B	B-	CCC-	CCC-	B-	CC-
Rentedekningsgrad	A-	B-	B-	BBB-	B	D
Egenkapitalprosent	CCC-	CCC-	CCC-	CCC-	CCC-	CC-
Netto driftsrentabilitet	AAA	B-	B	A-	BBB-	D
Snitt/skjønn	BB	CCC	CCC	B	B	CC

Fra tabell 6.7 ser man at Norwegians forholdstall sammen med Knivsflås (2015) ratingklasser indikerer at Norwegian skal ha en relativt svak syntetisk rating. I analyseperioden befinner Norwegians snittkarakter seg et sted mellom BB og CCC. Vi mener imidlertid at en rating på CCC best reflekterer risikoen Norwegian representerer for en eventuell långiver.

Flybransjen består hovedsakelig av selskaper med kredittrisikoratinger lavere enn BBB, som er minstekravet for å klassifiseres som en «investment grade» kredittrisikorating. Fra likviditets- og soliditetsanalysen utført i dette kapittelet fremgår det at Norwegian har hatt en veldig negativ utvikling i likviditetsgrad 1 og 2, og at selskapet nå har langt svakere likviditet enn bransjen. Egenkapitalandelen i selskapet er etter store tap i 2014 urovekkende lav, og omtrent en tredjedel av bransjesnittet. Norwegian er i tillegg mindre solid finansiert enn bransjen, hovedsakelig på grunn av selskapets lave egenkapitalandel. Norwegian er som følge av dette ikke i stand til å tåle tap over en lengre periode uten å måtte skyte inn mer egenkapital. Basert på at de fleste flyselskaper har en relativt lav kredittrisikorating, og at Norwegian har en betraktelig verre likviditet og soliditet enn bransjen, mener vi en kredittrisikorating for Norwegian på CCC er rimelig.

Vi anerkjenner at Norwegians aggressive vekststrategi har ført til selskapets dårlige forholdstall. Den store økningen i selskapets flyflåte har vært finansiert med en økning i selskapets finansielle gjeld som har gjort selskapets forholdstall for likviditet og soliditet dårlige. Det er imidlertid ingen garanti for at denne strategien vil være suksessfull. Som demonstrert i den strategiske analysen er flybransjen en ekstremt tøff bransje å konkurrere i. Dette gjør det risikabelt å låne selskapet penger, og denne risikoen må långivere kompenseres for.

En kredittrisikorating på CCC medfører en kredittrisikopremie på 8,3 % (Knivsflå, 2015). Denne kredittrisikopremien mener vi står i stil til risikoen selskapet representerer for långivere. Kredittrisikopremien vil benyttes videre i kapittel 7 for utregning av Norwegians finansielle gjeldskrav. Det finansielle gjeldskravet vil så brukes til å beregne selskapets avkastningskrav, som igjen vil benyttes i kapittel 8 for å analysere Norwegians lønnsomhet.

7. Historiske avkastningskrav

I dette kapitlet beregnes avkastningskravene som sammen med de omgrupperte og justerte regnskapstallene fra kapittel 5 skal brukes til å vurdere Norwegians lønnsomhet i kapittel 8. For å komme frem til Norwegians avkastningskrav på netto driftskapital må de årlige avkastningskravene til egenkapital og netto finansiell gjeld først beregnes. Disse må så vektet med deres historiske balanseverdier (egenkapital som andel av netto driftskapital og netto finansiell gjeld som andel av netto driftskapital) før de summeres for å finne de årlige avkastningskravene til netto driftskapital.

7.1 Avkastningskrav til egenkapital

For å beregne Norwegians avkastningskrav til egenkapital (ekk) benyttes Capital Asset Pricing Model (CAPM). CAPM er blant de eldste og mest brukte metodene for beregning av avkastningskrav og har fordelen av å være både enkel å bruke og forstå (Damodaran, 2002, kap. 4, s. 14).

Basert på Koller, Goedhart & Wessels (2010, s. 239) sier CAPM at den forventede avkastningen til en eiendel kan skrives som en funksjon av den risikofrie renten, markedsrisikopremien, eiendelens beta og en eventuell likviditetspremie:

$$ekk = r_f + \beta_i[E(R_m) - r_f] + \alpha$$

der

$$r_f = \text{risikofri rente}$$

$$E(R_m) = \text{markedets avkastning}$$

$$E(R_m) - r_f = \text{markedsrisikopremien}$$

$$\beta_i = \text{eiendelens beta}$$

$$\alpha = \text{likviditetspremie}$$

CAPM antar at enhver investor er perfekt diversifisert slik at den eneste risikoen en investor trenger kompensasjon for å ta på seg, er den systematiske risikoen. Den systematiske risikoen er volatiliteten i avkastningen til eiendelen i forhold til markedet, og er i CAPM representert med eiendelens beta. I det følgende vil de forskjellige komponentene i CAPM gjennomgås før avkastningskravet til egenkapitalen til slutt beregnes.

Risikofri rente

Den risikofrie renten er en rente med kjent avkastning og ingen misligholdsrisiko. Ettersom det ikke finnes investeringer med slike karakteristikk i den virkelige verden må man ved bruk av CAPM gjøre noen kompromisser for å finne en *tilnærmet* risikofri rente. Det finnes heldigvis flere renter som er tilnærmet risikofrie og som man kjenner avkastningen til. Hvilken man bør velge avhenger av hva man skal bruke det endelig utregnede avkastningskravet til. Ettersom vi skal benytte avkastningskravet til å analysere årlig historisk lønnsomhet vil det være naturlig å benytte en kort rente. Valget falt på 3 mnd. effektiv Norwegian InterBank Offered Rate (NIBOR), som er lånerenten norske banker seg i mellom. Ettersom avkastningskravene skal brukes til å vurdere rentabiliteter etter skatt trekkes skattesatsen på 27 % fra NIBOR for å finne den effektive renten etter skatt. NIBOR-renten anses ikke som helt risikofri, fordi banker naturligvis også har en kredittrisiko. På grunn av denne kredittrisikoen trekkes en risikopremie fra NIBOR for å komme frem til den risikofrie renten. Vi velger å trekke fra en risikopremie på 0,6 %, som er Knivflås (2015) estimat på kredittrisikopremie etter skatt for norske banker med AAA-rating. Ettersom avkastningskravet skal benyttes til å vurdere rentabiliteter etter skatt, må den risikofrie renten også være beregnet etter skatt.

Utregningen av vår risikofrie rente etter skatt er fremstilt i tabell 7.1.

Tabell 7.1: Risikofri rente i perioden 2009-2014. Rentenivåer er hentet fra Norges Bank (2015). Kredittrisikopremie fra Knivflås (2015).

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
NIBOR 3 mnd.	2,51 %	2,56 %	2,95 %	2,29 %	1,78 %	1,72 %	2,30 %
- Kredittrisikopremie bank	0,60 %	0,60 %	0,60 %	0,60 %	0,60 %	0,60 %	0,60 %
= Risikofri rente før skatt	1,91 %	1,96 %	2,35 %	1,69 %	1,18 %	1,12 %	1,70 %
- 27 % skatt	0,52 %	0,53 %	0,63 %	0,46 %	0,32 %	0,30 %	0,46 %
= Risikofri rente etter skatt	1,39 %	1,43 %	1,71 %	1,23 %	0,86 %	0,82 %	1,24 %

Markedspremien

Markedsrisikopremien er differansen mellom markedets forventede avkastning og den risikofrie renten. Estimering av markedsrisikopremien er i følge Koller, Goedhart & Wessels (2010, s. 242) det mest debatterte tema innen finans. En årsak til det er at forventet avkastning i markedet ikke er observerbar.

Standardmetoden for måling av historisk markedsrisikopremie er å se på den historiske meravkastningen som aksjemarkedet har gitt utover risikofrie statsobligasjoner (Damodaran, 2002, kap. 11, s. 7). Dette høres relativt enkelt ut, men selv ved bruk av denne standardmetoden vil man kunne regne seg frem til forskjellige resultater. Valg av tidsperiode, risikofri rente og bruk av aritmetisk eller geometrisk gjennomsnitt, vil alle påvirke den utregnede markedspremien.

Vi har valgt å bruke Knivsflås (2015) estimater på kortsiktig og langsiktig markedsrisikopremie på Oslo Børs. Knivsflås (2015) estimerer markedsrisikopremien til å være den geometriske avkastningen etter skatt utover risikofri rente. På kort sikt, 2009-2014, estimerer Knivsflås markedsrisikopremien på Oslo Børs til å være 3,8 %, mens den på lang sikt, 1958-2014, estimeres til å være 5 %. Markedspremien som brukes vil være den vektete summen av den kortsiktige og langsiktige markedsrisikopremien, hvor den kortsiktige vektet med 1/3 og den langsiktige med 2/3.

$$\text{Markedsrisikopremie} = \frac{1}{3} \cdot 3,8 \% + \frac{2}{3} \cdot 5 \% = 4,6 \%$$

Beta

Beta er et mål på forholdet mellom avkastningen til en aksje og aksjemarkedet forøvrig, og er således et mål på en aksjes systematiske risiko. Systematisk risiko er volatilitet i avkastning en investor ikke kan diversifisere seg bort ifra. Som investor krever man derfor kompensasjon for å ta på seg systematisk risiko. Kompensasjonen man krever vil derfor være en funksjon av aksjens beta. Aksjemarkedet har en beta på 1. Det betyr at om en aksje har en beta større enn 1, representerer aksjen en større systematisk risiko for en investor, som dermed krever høyere avkastning. Det motsatte gjelder for en aksje med beta mindre enn 1 (Damodaran, 2002, kap. 11, s. 17).

Beta kan som markedsrisikopremien ikke observeres direkte og må regnes ut på bakgrunn av historiske data om bevegelser i aksjeverdien og aksjemarkedet. En aksjes historiske beta regnes ut ved å dividere kovariansen mellom avkastningen til aksjen og avkastningen til aksjemarkedet, på variansen i avkastningen til aksjen. Formelen er av Damodaran (2002, kap. 8, s. 2) gitt ved:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_i)}$$

der

$\beta_i = \text{aksjens beta}$

$R_i = \text{avkastningen til aksjen}$

$R_m = \text{avkastningen i aksjemarkedet}$

For utregning av Norwegians årlige beta ble Norwegians månedlige aksjekurs analysert mot månedlige indeksverdier på Oslo Børs for treårige perioder om gangen. Det vil si at Norwegians beta for 2009 ble regnet ut ved å se på aksjekursen og børsindeksen for perioden 01.01.2007 til 31.12.2009 og tilsvarende for resten av årene i analyseperioden. Norwegians månedlige aksjekurs og Oslo Børs' månedlige indeksverdi er hentet fra Yahoo! Finance. Regresjonsanalysen ble utført i Microsoft Excel.

De årlige betaene som beregnes ved bruk av denne metoden kalles for et selskaps *rå* beta. Det er vanlig å utjevne den rå betaen med Bloombergs utjevningsformel på bakgrunn av Marshall Blumes observasjon om at en aksjes beta har en tendens til å reversere seg mot markedsbetaen over tid (Koller, Goedhart & Wessels, 2010, s. 257). En aksjes justerte beta er den vektete summen av markedsbetaen og den rå betaen hvor markedsbetaen vektet med 1/3 og den rå betaen med 2/3. Formelen er gitt ved (Damodaran, 2002, kap. 8, s. 8):

$$\beta_{jst} = \frac{1}{3}\beta_{mrk} + \frac{2}{3}\beta_{rå}$$

Regresjonsanalysen i Excel og påfølgende justering ga følgende betaverdier:

Tabell 7.2: Rå og justert beta for Norwegian i perioden 2009-2014. Tall fra finance.yahoo.com (2015a, 2015g).

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Rå beta	1,07	0,89	1,43	0,88	1,67	0,88	1,14
Justert beta	1,05	0,93	1,28	0,92	1,45	0,92	1,09

Tabell 7.2 viser at Norwegians gjennomsnittlige justerte egenkapitalbeta for analyseperioden er 1,09.

For å regne oss frem til det årlige avkastningskravet til egenkapitalen må Norwegians årlige egenkapitalbeta for analyseperioden beregnes. Disse vil ikke være de samme som de justerte betaene ovenfor, men vi kan regne oss frem til dem ved å bruke gjennomsnittet på 1,09. Først må man regne ut beta til netto finansiell gjeld, som er summen av den vektete betaen til

finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Deretter regner man seg frem til netto driftsbeta, som er summen av vektet egenkapitalbeta og vektet netto finansiell gjeldsbeta. Man antar så at driftsbeta holder seg konstant i analyseperioden jf. Miller og Modiglianis proposisjon om at et selskaps verdi er uavhengig av kapitalstrukturen (Damodaran, 2002, kap. 31, s. 11), og ettersom man nå kjenner den årlige driftsbetaen, de årlige vektene for egenkapital og netto finansiell gjeld, er det mulig å regne seg frem til den årlige egenkapitalbetaen. Den årlige egenkapitalbetaen vi regnet oss frem til presenteres i tabell 7.3.

Tabell 7.3: Årlig justert egenkapitalbeta for Norwegian i perioden 2009-2014.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Egenkapitalbeta	1,075	1,076	1,091	1,111	1,113	1,112	1,096

Likviditetspremien

Illikvide verdipapirer, verdipapirer det er vanskelig å få kjøpt eller solgt, har gjerne en høyere avkastning enn likvide verdipapirer, som nødvendig kompensasjon for mangelen på likviditet. Denne meravkastningen kalles for en likviditetspremie (Knivsfå, 2015).

Norwegian-aksjen er normalt på OBX-indeksen som består av de 25 mest omsatte aksjene notert på Oslo Børs i hovedindeksen OSEBX, og er dermed en av de mest likvide aksjene i Norge (oslobors.no, 2015). Norwegian-aksjen har vært veldig omsettelig gjennom hele analyseperioden med et høyt antall aksjer omsatt daglig.

Tabell 7.4: Daglig omsatte aksjer for Norwegian i perioden 2009-2014. Tall fra oslobors.no (2015).

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Gj.snittlig antall aksjer omsatt daglig	145 289	225 642	118 331	184 657	424 949	410 273

På bakgrunn av aksjens omsettelighet er det derfor ikke noe behov for å tilegne en likviditetspremie til avkastningskravet.

Det som kan tale for en likviditetspremie for Norwegian-aksjen er Bjørn Kjos sin store eierposisjon i selskapet på 25 %. Eierposten er ikke stor nok til å gi bestemmende innflytelse på generalforsamling, og etter vår mening eksisterer det derfor ikke reell fare for innlåsing i Norwegian-aksjen. Eierposten hans ses derfor ikke på som stor nok til å rettferdiggjøre en likviditetspremie tillagt aksjen.

Avkastningskrav til egenkapital

Etter gjennomgangen av de forskjellige komponentene til CAPM kan de årlige egenkapitalkravene nå regnes ut.

Tabell 7.5: Historisk egenkapitalkrav for Norwegian i perioden 2009-2014.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Risikofri rente etter skatt	1,39 %	1,43 %	1,71 %	1,23 %	0,86 %	0,82 %
+ Justert beta	1,05	0,93	1,28	0,92	1,45	0,92
· Markedspremie	4,50 %	4,60 %	4,50 %	4,60 %	4,70 %	4,80 %
= Egenkapitalkrav	6,12 %	5,69 %	7,50 %	5,48 %	7,68 %	5,24 %

7.2 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Avkastningskravet til netto finansiell gjeld er summen av det vektete finansielle gjeldskravet og det vektete finansielle eiendelskravet (Knivsflå, 2015).

7.2.1 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet er summen av den risikofrie renten og kredittrisikopremien.

$$\text{Finansielt gjeldskrav} = \text{risikofri rente} + \text{kredittrisikopremie}$$

Kredittrisikopremien er basert på den syntetiske ratingen utarbeidet i kapittel 6.3. Konklusjonen var at en kredittrisikorating på CCC var passende for Norwegian og at denne ratingen kom med en kredittrisikopremie på 8,3 %. Norwegians finansielle gjeldskrav blir da:

Tabell 7.6: Historisk finansielt gjeldskrav for Norwegian i perioden 2009-2014.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Risikofri rente etter skatt	1,39 %	1,43 %	1,71 %	1,23 %	0,86 %	0,82 %
+ Kredittrisikopremie	8,30 %	8,30 %	8,30 %	8,30 %	8,30 %	8,30 %
= Finansielt gjeldskrav	9,69 %	9,73 %	10,01 %	9,53 %	9,16 %	9,12 %

7.2.2 Finansielt eiendelskrav

Norwegians finansielle eiendeler består av kontanter, fordringer og investeringer. Det finansielle eiendelskravet blir da summen av det vektete kontantkravet, fordringskravet og investeringskravet (Knivsflå, 2015). Kontanter antas å være risikofrie plasseringer og har derfor et avkastningskrav tilsvarende den risikofrie renten. Fordringskravet regnes til å være

den risikofrie renten tillagt en kreditrisikopremie. Det antas her at kreditrisikopremien til Norwegians skyldnere er den samme som Norwegians på 8,3 %. Investeringskravet regnes til å være den risikofrie renten tillagt markedsrisikopremien, som vil tilsvare den gjennomsnittlige avkastningen for en investering på Oslo Børs. Norwegians finansielle eiendelskrav blir da:

Tabell 7.7: Historisk finansielt eiendelskrav for Norwegian i perioden 2009-2014. KON = kontanter, FOR = fordringer, INV = investeringer, FE = finansielle eiendeler, r_f = risikofri rente, MP = markedspremie, KRP = kreditrisikopremie.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014
(KON/FE)· r_f	1,34 %	1,38 %	1,61 %	0,99 %	0,84 %	0,76 %
+ (FOR/FE)·(r_f +MP)	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
+ (INV/FE)·(r_f +KRP)	0,37 %	0,38 %	0,64 %	2,30 %	0,19 %	0,61 %
= Finansielt eiendelskrav	1,72 %	1,76 %	2,25 %	3,28 %	1,04 %	1,37 %

7.2.3 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Norwegians netto finansielle gjeldskrav (nfgk) er summen av det vektete finansielle gjeldskravet (fgk) og det vektete finansielle eiendelskravet (fek). Finansielt gjeldskrav (fgk) vektet med finansiell gjeld (FG) som andel av netto finansiell gjeld (NFG), mens finansielt eiendelskrav (fek) vektet som finansielle eiendeler (FE) som andel av netto finansiell gjeld.

$$\text{Netto finansielt gjeldskrav} = fgk \cdot \frac{FG}{NFG} - fek \cdot \frac{FE}{NFG}$$

Tabell 7.8: Historisk netto finansielt gjeldskrav for Norwegian i perioden 2009-2014.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Finansielt gjeldskrav	9,69 %	9,73 %	10,01 %	9,53 %	9,16 %	9,12 %
· Finansiell gjeld/netto finansiell gjeld	10,40	13,47	2,02	1,48	1,47	1,55
- Finansielt eiendelskrav	1,72 %	1,76 %	2,25 %	3,28 %	1,04 %	1,37 %
· Finansielle eiendeler/netto finansiell gjeld	9,40	12,47	1,02	0,48	0,47	0,55
= Netto finansielt gjeldskrav	84,67 %	109,13 %	17,95 %	12,53 %	12,98 %	13,40 %

7.3 Avkastningskrav til netto driftskapital

Norwegians egenkapitalkrav og netto finansielle gjeldskrav kan nå vektet med tilhørende balansevekter for å regne ut avkastningskravet til netto driftskapital (Knivsfå, 2015). Egenkapitalkravet (ekk) vektet med egenkapital (EK) som andel av netto driftskapital (NDK), mens netto finansielt gjeldskrav (nfgk) vektet med netto finansiell gjeld (NFG) som andel av netto driftskapital.

$$\text{Netto driftskrav} = ekk \cdot \frac{EK}{NDK} + nfgk \cdot \frac{NFG}{NDK}$$

Tabell 7.9: Historisk netto driftskrav for Norwegian i perioden 2009-2014.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Egenkapitalkrav	6,12 %	5,69 %	7,50 %	5,48 %	7,68 %	5,24 %
· Egenkapital/netto driftskapital	0,93	0,93	0,59	0,40	0,39	0,40
+ Netto finansielt gjeldskrav	84,67 %	109,13 %	17,95 %	12,53 %	12,98 %	13,40 %
· Netto finansiell gjeld/netto driftskapital	0,07	0,07	0,41	0,60	0,61	0,60
= Netto driftskrav	11,59 %	12,76 %	11,74 %	9,68 %	10,90 %	10,17 %

Avkastningskravene beregnet i dette kapittelet vil benyttes i kapittel 8 for vurdering av Norwegians lønnsomhet.

8. Analyse av lønnsomhet – strategisk fordel

I lønnsomhetsanalysen er utgangspunktet Norwegians egenkapitalrentabilitet, og om denne har vært større eller mindre enn egenkapitalkravet i perioden. Alle beregninger i dette kapitlet baserer seg på de omgrupperte og justerte regnskapstallene fra kapittel 5. Kravene som brukes ble regnet ut i kapittel 7. Alle kapitalbalanser regnes som inngående balanse tillagt årets endring i balansen fratrukket resultatet til balansen dividert på to. På denne måten får man regnet med årets gjennomsnittlige balanseverdi. Dette gir en bedre måling på rentabilitet ettersom resultatene opptjenes gjennom året.

8.1 Superrentabilitet til egenkapital

Superrentabilitet til egenkapital er avkastningen egenkapitalen eventuelt har generert utover egenkapitalens avkastningskrav, og regnes ved å trekke egenkapitalkravet fra egenkapitalrentabiliteten. Egenkapitalkravet ble beregnet i kapittel 7, mens egenkapitalrentabiliteten (ekr) er forholdet mellom nettoresultat til egenkapital (NRE) og egenkapitalen (EK).

$$\text{Egenkapitalrentabilitet}_t = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

Tabell 8.1: Superrentabiliteten i Norwegian i perioden 2009-2014.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Egenkapitalrentabilitet	0,321	-0,07	-0,04	0,173	0,003	-0,388	0,000
- Egenkapitalkrav	0,061	0,057	0,075	0,055	0,077	0,052	0,063
= Superrentabilitet	0,260	-0,127	-0,115	0,118	-0,073	-0,440	-0,063

Tabell 8.2: Superrentabiliteten i bransjen i perioden 2009-2014*.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Egenkapitalrentabilitet	-0,116	-0,087	-0,038	-0,034	0,008	0,011	-0,043
- Egenkapitalkrav	0,061	0,057	0,075	0,055	0,077	0,052	0,063
= Superrentabilitet	-0,178	-0,144	-0,113	-0,089	-0,068	-0,041	-0,106

*Bransjens egenkapitalkrav er antatt likt Norwegians. Dette er muligens en noe streng forutsetning grunnet Norwegians høye gjeldsgrad, men vi mener det kan forsvares på bakgrunn av Norwegians høye netto driftsrentabilitet i perioden.

Som det fremkommer av tabell 8.1 har Norwegians evne til å generere superrentabilitet vært veldig volatil gjennom analyseperioden. Dette er som nevnt tidligere forventet, fordi Norwegian er i en vekstfase som gjør at driften og resultatene ikke har stabilisert seg. Gjennomsnittlig har ikke Norwegian klart å produsere superrentabilitet i løpet av analyseperioden. Det er verdt å merke seg at dette også hadde vært tilfellet selv uten det svake resultatet i 2014. Norwegians gjennomsnittlige superrentabilitet i perioden er -6,3 %. Norwegians superrentabilitet er noe bedre enn bransjens gjennomsnittlige superrentabilitet på -10,6 %.

Den negative superrentabiliteten er i samsvar med vår vurdering fra den strategiske analysen om at det ikke er en bransjefordel å operere i flybransjen, men at Norwegian besitter en ressursfordel ved å operere som lavkostselskap, og at dette gjør det mulig å oppnå rentabilitet bedre enn bransjesnittet.

8.2 Dekomponering av superrentabilitet

Superrentabiliteten i Norwegian består av en driftsfordel og en finansieringsfordel. For å skille mellom drift og finansiering har vi valgt å dekomponere Norwegians superrentabilitet med hensyn til netto driftsrentabilitet. Knivslå (2015) gir følgende sammenheng mellom superrentabiliteten og drifts- og finansieringsfordelene:

$$ekr - ekk = (ndr - ndk) \cdot (1 + nfgg) + (nfgk - nfggr) \cdot nfgg$$

$$ekr - ekk = \text{superrentabilitet}$$

$$(ndr - ndk) \cdot (1 + nfgg) = \text{driftsfordel}$$

$$(nfgk - nfggr)nfgg = \text{finansieringsfordel}$$

der

$ndr =$ netto driftsrentabilitet

$ndk =$ netto driftskrav

$$nfggr_t = \text{netto finansiell gjeldsrente}_t = \frac{NFK_t - NFI_t}{NFG_{t-1} + \frac{\Delta NFG_t - NFK_t + NFI_t}{2}}$$

$$nfgg_t = \text{netto finansiell gjeldsgrad}_t = \frac{NFG_{t-1} + \frac{\Delta NFG_t - NFK_t + NFI_t}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

$NFK =$ netto finanskostnad, $NFI =$ netto finansinntekt, $EK =$ egenkapital

$NFG =$ netto finansiell gjeld, $NRE =$ nettoresultat til egenkapital

Netto driftsrentabilitet ble beregnet i kapittel 6.2.3, mens netto driftskrav ble beregnet i kapittel 7.

Tabell 8.3: Dekomponering av Norwegians superrentabilitet til egenkapital i perioden 2009-2014.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Driftsfordel	0,191	-0,21	-0,227	-0,044	-0,251	-0,603	-0,191
+ Finansieringsfordel	0,069	0,084	0,111	0,162	0,178	0,162	0,128
= Superrentabilitet	0,260	-0,127	-0,115	0,118	-0,073	-0,440	-0,063

Både Norwegians driftsfordel og finansieringsfordel har i følge tabell 8.3 vært veldig volatile gjennom perioden. Norwegians driftsfordel har variert mer enn finansieringsfordelen, noe som er forventet ettersom effektive kapitalmarkeder burde eliminere det meste av et selskaps evne til å ha noen finansieringsfordel. Norwegian har likevel hatt en finansieringsfordel i perioden på 12,8 %, samtidig som driftsfordelen har vært -19,1 %.

8.3 Dekomponering av driftsfordel

Norwegians driftsfordel kan videre dekomponeres i en bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel. Basert på Knivslå (2015) blir sammenhengen mellom de tre komponentene følgende:

$$\text{Driftsfordel} = (\text{ndrB} - \text{ndkB}) + (\text{ndr} - \text{ndrB}) + (\text{ndkB} - \text{ndk}) + (\text{ndr} - \text{ndk}) \cdot \text{nf} \cdot \text{gg}$$

$$\text{Bransjefordel} = (\text{ndrB} - \text{ndkB})$$

$$\text{Ressursfordel} = (\text{ndr} - \text{ndrB}) + (\text{ndkB} - \text{ndk} *)$$

$$\text{Gearingfordel} = (\text{ndr} - \text{ndk}) \cdot \text{nf} \cdot \text{gg}$$

*Som med egenkapitalkravet antas det at Norwegians netto driftskrav (ndk) er likt bransjens.

Tabell 8.4: Dekomponering av Norwegians driftsfordel i perioden 2009-2014.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Bransjefordel	-0,156	-0,12	-0,086	-0,063	-0,033	-0,059	-0,086
+ Ressursfordel	0,334	-0,076	-0,048	0,045	-0,066	-0,179	0,002
+ Gearingfordel	0,013	-0,014	-0,092	-0,026	-0,153	-0,364	-0,106
= Driftsfordel	0,191	-0,21	-0,227	-0,044	-0,251	-0,603	-0,191

Tabell 8.4 viser at bransjefordelen og gearingfordelen bidrar negativt til driftsfordelen mens ressursfordelen bidrar marginalt positivt. Ettersom bransjefordelen og gearingfordelen er såpass mye større enn ressursfordelen, blir driftsfordelen gjennomsnittlig negativ i

analyseperioden. Bransjefordelen er, som man ville forventet fra den strategiske analysen, konsekvent negativ. At ressursfordelen til Norwegian er gjennomsnittlig positiv i perioden er også i tråd med vår strategiske analyse om at Norwegian besitter ressurser som gir dem en strategisk fordel. Gearingfordelen er negativ fordi Norwegian har store mengder gjeld samtidig som de har negativ superrentabilitet. Etersom gjeldsgraden til Norwegian er såpass stor blir gearingfordelen tilsvarende.

8.4 Dekomponering av ressursfordel

Ressursfordelen i drift kan videre dekomponeres i en marginfordel og en omløpsfordel. En marginfordel vil si at Norwegian opererer med lavere driftskostnad enn bransjen per krone de mottar i driftsinntekter, og dermed har en høyere driftsmargin. En omløpsfordel vil si at Norwegian har høyere driftsinntekt per krone investert, eller en lavere kapitalbinding per krone omsatt enn bransjen. Basert på Knivsfå (2015) blir sammenhengen følgende:

$$\text{Ressursfordel i drift} = (ndm - ndmB) \cdot onde + (onde - ondeB) \cdot ndmB$$

$$\text{Marginfordel} = (ndm - ndmB) \cdot onde$$

$$\text{Omløpsfordel} = (onde - ondeB) \cdot ndmB$$

$$ndm_t = \text{netto driftsmargin}_t = \frac{NDR_t}{DI_t}$$

$$onde_t = \text{omløpet til netto driftseiendeler}_t = \frac{DI_t}{NDE_{t-1}} = \frac{DI_t}{NDE_{t-1} + \frac{\Delta NDE_t - NDR_t}{2}}$$

$$NDR = \text{netto driftsresultat}, DI = \text{driftsinntekter}, NDE = \text{netto driftseiendeler}$$

Tabell 8.5: Dekomponering av ressursfordel i drift for Norwegian i perioden 2009-2014.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Marginfordel	0,413	-0,083	-0,056	0,046	-0,047	-0,178	0,016
+ Omløpsfordel	-0,079	0,006	0,007	0,000	-0,019	-0,001	-0,014
= Ressursfordel	0,334	-0,076	-0,048	0,045	-0,066	-0,179	0,002

Fra tabell 8.5 ser man at Norwegian gjennomsnittlig i analyseperioden har hatt en positiv marginfordel og en negativ omløpsfordel. Marginfordelen er forventet fordi Norwegian opererer som et lavkostselskap i bransjen. Vår komparative bransje består av flere fullserviceselskaper som av årsaker av forretningsmodellkarakter ikke har like lave operasjonelle kostnader som Norwegian. Den negative omløpsfordelen kommer av at

Norwegian har lavere omløp på sine netto driftseiendeler enn bransjen. Som nevnt tidligere har, Norwegian foretatt enorme investeringer i netto driftseiendeler i de siste årene, og selv om driftsinntektene til Norwegian har vokst betraktelig i analyseperioden, har de ikke vokst like hurtig som driftseiendelene. I flybransjen er dette naturlig ettersom det tar litt tid fra investeringer foretas til de materialiserer seg i økte driftsinntekter. Etter hvert som Norwegian tar levering på flere fly og får satt dem i drift, vil økningen i netto driftseiendeler avta samtidig som driftsinntektene vil øke. Dette vil resultere i et høyere omløp av netto driftseiendeler. Vi forventer derfor at Norwegians omløp til netto driftseiendeler vil bevege seg opp til bransjesnittet i løpet av fremtidsbudsjettperioden.

8.4.1 Analyse av marginfordel

Ved hjelp av «common size»-resultater kan Norwegians marginer sammenlignes med bransjens. Ved «common size» gjøres resultatpostene om til prosentandeler av driftsinntektene, slik at man på en enkel måte kan sammenligne marginene til selskaper av ulike størrelser (Knivsflå, 2015). I vårt tilfelle sammenlignes Norwegians resultat med bransjens samlede resultat.

Tabell 8.6: Common size-resultatregnskap for Norwegian i perioden 2009-2014. Oppsett fra Knivsflå (2015).

Symbol	Beskrivelse	2009	2010	2011	2012	2013	2014
DI	Driftsinntekter	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
DU	Driftsutgifter	92,55 %	99,97 %	99,23 %	94,28 %	96,99 %	106,29 %
DR	Driftsresultat i egen virksomhet	7,45 %	0,03 %	0,77 %	5,72 %	3,01 %	-6,29 %
DSK	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	1,55 %	-0,60 %	-0,28 %	1,10 %	0,05 %	-2,06 %
NRD	Netto driftsresultat i egen virksomhet	5,90 %	0,63 %	1,05 %	4,62 %	2,96 %	-4,24 %
NRT	Nettores. fra driftstilknyttet virksomhet	0,04 %	0,08 %	0,19 %	0,26 %	0,31 %	0,29 %
NDR	Netto driftsresultat	5,95 %	0,70 %	1,24 %	4,88 %	3,26 %	-3,94 %

Tabell 8.7: Common size-resultatregnskap for bransjen i perioden 2009-2014. Oppsett fra Knivsflå (2015).

Symbol	Beskrivelse	2009	2010	2011	2012	2013	2014
DI	Driftsinntekter	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
DU	Driftsutgifter	102,30 %	100,19 %	99,07 %	98,88 %	97,61 %	98,66 %
DR	Driftsresultat i egen virksomhet	-2,30 %	-0,19 %	0,93 %	1,12 %	2,39 %	1,34 %
DSK	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	-0,73 %	-0,30 %	-0,06 %	-0,01 %	0,25 %	0,16 %
NRD	Netto driftsresultat i egen virksomhet	-1,57 %	0,11 %	0,99 %	1,13 %	2,14 %	1,18 %
NRT	Nettores. fra driftstilknyttet virksomhet	-0,03 %	0,20 %	0,14 %	0,15 %	0,21 %	0,28 %
NDR	Netto driftsresultat	-1,60 %	0,30 %	1,13 %	1,29 %	2,34 %	1,46 %

Ved sammenligning av tabell 8.6 og 8.7 ovenfor ser man at Norwegians marginfordel kommer av jevnt over (unntatt 2014) lavere driftsutgifter som andel av driftsinntekter enn bransjen. Som påpekt i den strategiske analysen, kommer lavere driftsutgifter for Norwegian enn bransjen av at Norwegian opererer som et lavkostselskap i en komparativ bransje bestående av flere fullserviceselskaper. Lave marginer i bransjen er i samsvar med vår konklusjon fra den strategiske analysen om at bransjen karakteriseres av høy grad av konkurranse, noe som gjør det vanskelig å oppnå gode marginer.

8.4.2 Dekomponering av omløpsfordel

Norwegians omløpsfordel kan videre dekomponeres i en average revenue per unit (ARPU)-fordel og en effektivitetsfordel. En eventuell ARPU-fordel indikerer at Norwegian har større driftsinntekter per passasjer enn bransjen. En eventuell effektivitetsfordel betyr at Norwegian utnytter sine netto driftseiendeler mer effektivt enn bransjen. I flybransjen vil effektiviteten være forholdet mellom antall fly investert i og antall passasjerer fraktet.

Basert på Knivsfå (2015) blir sammenhengen følgende:

$$\text{Omløpsfordel} = (\text{arpu} - \text{arpuB}) \cdot \text{eff} \cdot \text{ndmB} + (\text{eff} - \text{effB}) \cdot \text{arpuB} \cdot \text{ndmB}$$

$$\text{Arpu - fordel} = (\text{arpu} - \text{arpuB}) \cdot \text{eff} \cdot \text{ndmB}$$

$$\text{Effektivitetsfordel} = (\text{eff} - \text{effB}) \cdot \text{arpuB} \cdot \text{ndmB}$$

$$\text{Enhhet} = \text{antall passasjerer}$$

$$\text{ARPU}_t = \frac{\text{Driftsinntekter}_t}{\text{Enhhet}_t}$$

$$\text{Eff}_t = \frac{1}{\frac{(\text{NDE}_{t-1} + \frac{\Delta \text{NDE}_t - \text{NDR}_t}{2})}{\text{Enhhet}}}$$

NDE = netto driftseiendeler, NDR = netto driftsresultat.

Tabell 8.8: Dekomponering av Norwegians omløpsfordel i perioden 2009-2014.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
ARPU-fordel	0,135	-0,016	-0,039	-0,027	-0,055	-0,029	-0,005
+ Effektivitetsfordel	-0,213	0,022	0,046	0,026	0,036	0,028	-0,009
= Omløpsfordel	-0,079	0,006	0,007	0,000	-0,019	-0,001	-0,014

Tabell 8.8 viser at Norwegian gjennomsnittlig har hatt en negativ ARPU- og effektivitetsfordel i analyseperioden, noe som har resultert i en negativ omløpsfordel. Lavere

ARPU for Norwegian enn bransjen kommer av at de er et lavkostselskap som hovedsakelig opererer kort- og mellomdistanseflyvninger. Kort- og mellomdistansebilletter hos lavkostselskaper selges rimelig slik at ARPU nødvendigvis blir liten. Den negative effektivitetsfordelen kan forklares med at Norwegian er et relativt ungt selskap som på kort tid har investert stort i nye fly. Etter hvert som flyflåteveksten avtar og flyflåten stabiliseres, tror vi Norwegian vil få bedre logistikkontroll. De vil da få utnyttet de få stordriftsfordelene som eksisterer i flybransjen til å frakte flere passasjerer per netto driftseiendel, og dermed effektivisere sin kapitalbruk. Over tid tror vi dette vil føre til at Norwegian får en positiv omløpsfordel ettersom deres relativt standardiserte flyflåte burde tillate dem mer effektiv kapitalutnyttelse enn den komparative bransjen.

8.5 Oppsummering av Norwegians driftsfordel

Fra analysen av Norwegians lønnsomhet fremstilles Norwegian med en gjennomsnittlig driftsfordel gjennom analyseperioden på -19 %. Denne bestod av en bransjefordel på -8,6 %, en ressursfordel på 0,2 % og en gearingfordel på -10,6 %. Negativ bransjefordel og positiv ressursfordel stod i stil til konklusjonene vi trakk i den strategiske analysen. Stor negativ gearingfordel er et resultat av Norwegians høye gjeldsgrad og negative superrentabilitet. Norwegians ressursfordel bestod av en marginfordel på 1,6 % og en omløpsfordel på -1,4 %. Marginfordelen kom fra Norwegians lavere driftskostnader enn bransjen som følge av at selskapet opererer som et lavkostselskap. Omløpsulempen kom fra høyere kapitalbruk per passasjer enn bransjesnittet, som følge av å være et ungt flyselskap som på kort tid har gjort store investeringer i flyflåten.

8.6 Finansieringsfordel

Ved dekomponering av Norwegians superrentabilitet viste det seg at Norwegian har hatt en relativt stor finansieringsfordel gjennom analyseperioden. Finansieringsfordelen til Norwegian kan dekomponeres i en fordel fra finansiell gjeld og en fordel fra finansielle eiendeler. En fordel fra finansiell gjeld betyr at Norwegian låner penger til under kravet, mens en fordel fra finansielle eiendeler betyr at Norwegian har større avkastning på pengene som investeres enn avkastningskravet. Fra Knivsflå (2015) blir sammenhengen følgende mellom fordelene fra finansiell gjeld og fordelene fra finansielle eiendeler:

$$\text{Finansieringsfordel} = (nfgk - nfggr) \cdot nfgg = (fgk - fgr) \cdot fgg + (fer - fek) \cdot feg$$

$$\text{Fordel fra finansiell gjeld} = (fgk - fgr) \cdot fgg$$

$$\text{Fordel fra finansielle eiendeler} = (fer - fek) \cdot feg$$

$$fgr_t = \text{finansiell gjeldsrente}_t = \frac{NFK_t}{FG_{t-1} + \frac{\Delta FG_t - NFK_t}{2}}$$

$$fgg_t = \text{finansiell gjeldsgrad}_t = \frac{FG_{t-1} + \frac{\Delta FG_t - NFK_t}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

$$fer_t = \text{finansiell eiendelsrente}_t = \frac{NFI_t}{FE_{t-1} + \frac{\Delta FE_t - NFI_t}{2}}$$

$$feg_t = \text{finansiell eiendelsgrad}_t = \frac{FE_{t-1} + \frac{\Delta FE_t - NFI_t}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

NFK = netto finanskostnad, NFI = netto finansinntekt

FG = finansiell gjeld, FE = finansielle eiendeler

EK = egenkapital, NRE = nettoresultat til egenkapital

Tabell 8.9: Dekomponering av Norwegians finansieringsfordel (FF) i perioden 2009-2014.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
FF finansiell gjeld	0,058	0,078	0,110	0,164	0,132	0,157	0,116
FF finansielle eiendeler	0,010	0,006	0,001	-0,002	0,046	0,005	0,011
FF netto finansiell gjeld	0,069	0,084	0,111	0,162	0,178	0,162	0,128

Tabell 8.9 viser at Norwegian i løpet av analyseperioden har hatt en relativt stor finansieringsfordel knyttet til sin finansielle gjeld, i tillegg til en liten finansieringsfordel

knyttet til sine finansielle eiendeler. Et effektivt kapitalmarked skal i teorien gjøre det umulig å oppnå en finansieringsfordel. Finansieringsfordelen i denne oppgaven kommer som et resultat av at kredittrisikoen til Norwegian er vurdert som større enn det markedet har vurdert den til. I kapittel 6 ble Norwegian tildelt en kredittrisikorating på CCC som gir en kreditt- risikopremie på 8,3 %. I kapittel 7 ble de årlige finansielle gjeldskravene regnet ut basert på denne kredittrisikopremien. Ettersom Norwegian i analyseperioden har vært i stand til å finansiere sine lån til mye rimeligere renter enn det våre beregninger av finansielle gjeldskrav skulle tilsi, vil det i våre tall se ut som om Norwegian har oppnådd det umulige, og oppnådd en finansieringsfordel.

8.7 Oppsummering av historisk superrentabilitet

Vår analyse av Norwegians historiske superrentabilitet har i stor grad bekreftet funnene fra den strategiske analysen. Der konkluderes det med en negativ bransjefordel i flybransjen, men at Norwegian besitter ressursfordeler som gjør at de gjennom perioden vil kunne gjøre det bedre enn bransjen. Den strategiske analysen stemte godt med tallene fra lønnsomhetsanalysen, ettersom bransjen endte opp med en gjennomsnittlig egenkapitalsuperrentabilitet på -10,6 %, mens Norwegian hadde -6,3 %.

Norwegians superrentabilitet ble deretter dekomponert i en driftsfordel og en finansieringsfordel. I perioden hadde Norwegian en driftsulempe på -19,1 % og en finansieringsfordel på 12,8 %. Finansieringsfordelen skyldes i stor grad vår vurdering av Norwegian som en større utlånsrisiko enn det markedet mener, og at de dermed ble tildelt en større risikopremie. I våre tall vil det derfor fremstå som om Norwegian har oppnådd en fordel i lånemarkedet.

Videre dekomponering av driftsulempen viste at bransjefordelen og gearingfordelen bidro negativt til driftsfordelen, mens ressursfordelen bidro marginalt positivt. Ut fra den strategiske analysen var det forventet. Dekomponering av ressursfordelen viste at den består av en marginfordel og en omløpsulempe. Marginfordelen kom av at Norwegian opererer som et lavkostselskap og derfor har lavere driftskostnader enn vår komparative bransje som består av flere fullserviceselskaper. Omløpsulempen er et resultat av at Norwegian er mindre effektive enn bransjen. Effektivitetsulempen kom som følge av at Norwegian har investert mye kapital i nye fly, og det i flybransjen tar tid før investeringer i nye fly materialiserer seg i flere passasjerer. Det forventes derfor at Norwegians effektivitet øker og passerer effektiviteten i bransjen når flyflåteveksten avtar og størrelsen på flyflåten har stabilisert seg.

Når effektivitetsulempen snur til en effektivitetsfordel vil omløpsulempen snu til en omløpsfordel, og Norwegians ressursfordel vil forbedres kraftig.

9. Vekstanalyse

På bakgrunn av den strategiske regnskapsanalysen og våre forventninger til fremtiden, utarbeides det i dette kapitlet et fremtidsbudsjett for Norwegian. Fremtidsbudsjettet vil sammen med avkastningskravene beregnet i kapittel 10 danne grunnlaget for beregningen av Norwegians aksjekurs i kapittel 11.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskapet

Som forklart i kapittel 3 er en fundamental verdsettelse basert på at en eiendels verdi tilsvarende nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer eiendelen genererer. Men som Damodaran (2002, kap. 12, s. 3) påpeker er det ikke mulig å estimere kontantstrømmer for evig tid. Den vanligste måten å estimere et selskaps verdi på er derfor å beregne kontantstrømmer noen år frem i tid, for så å beregne selskapets terminalverdi. Et selskaps terminalverdi er nåverdien av alle selskapets fremtidige kontantstrømmer på det tidspunktet.

Damodaran (2002, kap. 12, s. 2) skriver at siden det ikke er mulig for et selskap å opprettholde høye vekstrater i evig tid, antar man at selskapet en gang i fremtiden når en stabil fase. I denne fasen vokser selskapet mindre eller tilsvarende økonomien den opererer i. Denne veksten kan opprettholdes evig under forutsetning om fortsatt drift. Dermed blir det mulig å beregne nåverdien av alle selskapets fremtidige kontantstrømmer på dette tidspunktet. Tidshorizonten man velger å benytte for fremtidsbudsjettet må derfor være lang nok til at selskapet når en stabil fase, slik at man kan beregne selskapets terminalverdi (Knivsflå, 2015).

Analysen av Norwegians regnskap i kapittel 5 viste at selskapet fortsatt opplever stor vekst i driftsinntektene. Det tyder på at Norwegian for øyeblikket befinner seg i en vekstfase av selskapssyklusen. Bjørn Kjos har tidligere uttalt han mener et flyselskap må ha en flåte på omtrent 250 fly for å være konkurransedyktig i det fremtidige europeiske markedet (Riise, 2014). Vi mener derfor Norwegian vil nå en stabil fase når flyflåten deres er på omtrent dette nivået. Å utvide flyflåten fra 100 fly i dag til omtrent 250 vil ta mange år, selv når muligheten for leasing tas med i betraktningen. Det anslås dermed at Norwegian når sin stabile fase i år 2026. År 2026 representeres med en T (for terminal) i tabellene og figurene i dette kapitlet.

For beregningen av Norwegians terminalverdi antas det at Norwegians evige vekstrate vil tilsvare bransjens. Flere bransjeaktører lager 20-årige prognoser for etterspørselsveksten i flybransjen, og basert på disse estimerer vi bransjens fremtidige konstante vekst.

Flyprodusentene Boeing og Embraer estimerer etterspørselsveksten i flybransjen i Europa de neste 20 årene til 3,9 % årlig (Boeing, 2014) (Embraer, 2014), mens Airbus estimerer veksten til 3,8 % (Airbus, 2013). Flybransjens egen interesseorganisasjon, International Aviation Transport Association (IATA), estimerer den årlige veksten de neste 20 årene til 2,7 % (IATA, 2014c).

På bakgrunn av disse estimatene anslås den europeiske flybransjens evige vekstrate til 3,1 %. Dette anslaget ligger mellom IATA og flyleverandørenes anslag, men nærmere IATAs ettersom det både korrigeres for flyleverandørenes antatte anslagsskjevhet og for at disse anslagene bare er frem til 2033-34. Veksten som skal beregnes er for et lengre tidsperspektiv. Anslaget er derfor nedjustert for å ta høyde for den fremtidige metningen av markedet.

9.2 Våre forventninger til fremtiden

For å produsere et fremtidsbudsjett for Norwegian blir det nødvendig å foreta noen antagelser om selskapets fremtid. Disse vil av natur være basert på stor grad av skjønn og kalkulert gjetning. Noen av faktorene vil derimot ha såpass stor innvirkning på selskapets fremtid at det blir nødvendig å ta standpunkt til hvordan vi tror disse faktorene vil utspille seg i løpet av fremtidsbudsjettet.

Fra SWOT-analysen ble Norwegians største styrke identifisert til å være at de opererer som et lavkostselskap, mens deres største svakhet er at de opererer i en historisk ulønnsom bransje. Det forventes ikke at disse to faktorene vil endre seg nevneverdig i løpet av fremtidsbudsjettperioden og trenger derfor ingen grundig gjennomgang her før fremtidsbudsjettet fremlegges.

Elementene fra SWOT-analysen som skaper størst usikkerhet for fremtidsbudsjettet, er hvordan Norwegian agerer i forhold til mulighetene og truslene selskapet står overfor. Fra SWOT-analysen ble utflagging fra Norge for å øke driftsmarginene i tillegg til å kapre markedsandeler på det transatlantiske markedet, identifisert som Norwegians største mulighet. Ryanairs potensielle inntog i det skandinaviske markedet og et avslag fra det amerikanske transportdepartementet på søknaden om å operere med irskregistrerte fly på selskapets transatlantiske ruter, ble identifisert som Norwegians største trusler.

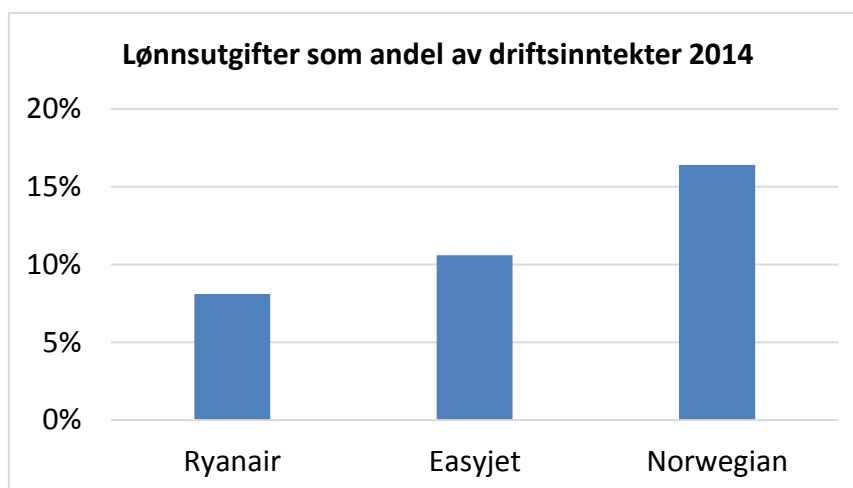
For å produsere Norwegians fremtidsbudsjett blir det derfor nødvendig å ta stilling til følgende spørsmål:

- Vil Norwegian flagge ut av Norge for å senke sine operasjonelle kostnader?
- Vil Ryanair øke satsingen sin i Skandinavia?
- Vil Norwegian få godkjent søknaden sin hos det amerikanske transportdepartementet om å operere sine transatlantiske flyvninger med irskregistrerte fly?

Utflagging

I den strategiske analysen ble flybransjen vurdert som stadig mer homogenisert samtidig som kundenes merkevarelojalitet reduseres. Trender som dette vil forsterkes i fremtiden etter hvert som generasjon Y overtar som den største kundegruppen i flybransjen, og onlineportaler står for en enda større andel av billettsalget. Resultatet blir enda større priskonkurranse i fremtiden.

Figur 9.1 viser at Norwegians høye lønnsutgifter utgjør en betydelig ulempe for deres evne til å operere med fornuftige driftsmarginer. Som andel av driftsinntekter er Norwegians lønnsutgifter mer enn dobbelt så store som Ryanairs. Ettersom lønnsutgiftene er en så stor andel av totale utgifter vil det ha stor påvirkning på resultatet. Noen analytikere har påpekt at dersom Norwegian hadde operert med Ryanairs lønnsnivå hadde milliardunderskuddet i 2014 faktisk vært et lite overskudd (Nilsen, 2015).



Figur 9.1: Lønnsutgifter som andel av driftsinntekter for Ryanair, EasyJet og Norwegian i 2014. Tall fra selskapenes års- og kvartalsrapporter 2014.

Skal Norwegian være i stand til å skape tilstrekkelig avkastning for sine investorer, vil selskapet være nødt til å øke sine driftsmarginer. Ettersom det er såpass stor grad av priskonkurranse i flybransjen er den eneste måten å øke driftsmarginene på å senke driftskostnadene. Kostnaden det er enklest for Norwegian å redusere er lønnskostnadene. For vårt fremtidsbudsjett antas det derfor at Norwegian flagger ut av Norge.

Ryanair i Skandinavia

Angående Ryanairs intensjoner i det skandinaviske markedet har selskapet allerede sikret seg en avtale med Kastrup flyplass (cph.dk, 2014), og begynner sine første flyvninger fra København 15.03.2015. Dette er i tråd med Ryanairs konsernsjef Michael O'Learys tidligere uttalelser i media om at han ønsker å utvide Ryanairs operasjoner i Skandinavia. Analytikere har uttalt at det skandinaviske markedet er spesielt lukrativt på grunn av relativt velstående innbyggere med stor reiselyst og få alternativer til fly. Vår antagelse er derfor at det kun er et tidsspørsmål før Ryanair følger opp med tilsvarende avtaler med Gardermoen og Arlanda. Flyplasser trenger også inntekter, og Ryanair, med sin profitabilitet og evne til å tiltrekke seg passasjerer, er naturligvis en veldig attraktiv kunde. Det ses derfor på som trygt å anta at Ryanair i nærmeste fremtid vil operere ut ifra alle de tre store skandinaviske hub-flyplassene, og dermed ta opp kampen med Norwegian og SAS om de store markedsandelene i dette markedet.

USA-lisens

Det er vanskelig å spå utfallet av Norwegians søknad til det amerikanske transportdepartementet om å operere sine transatlantiske ruter med irskregistrerte fly. Ut fra våre undersøkelser eksisterer det ikke konsensus blant hverken journalister eller analytikere, og for å estimere fremtidsbudsjettet foretas derfor en kalkulert gjetning.

Siden dereguleringen av flybransjen på slutten av 1970-tallet har den amerikanske staten vist relativt liten interesse i å beskytte bransjen (med unntak av tiden i etterkant av 11.09.2001 da noen selskaper ble reddet fra konkurs). Basert på det velger vi å tro at interessegruppene som står bak den amerikanske konsumenten vil vinne frem over gruppene som beskytter interessene til den amerikanske flybransjen, og at Norwegian får innvilget sin søknad.

For vårt fremtidsbudsjett antas det at Norwegians fremtid innebærer utflagging av Norge for å øke driftsmarginene, et skandinavisk marked hvor Ryanair har betraktelig større markedsandeler, og transatlantiske ruter operert av lavkostpersonell.

9.3 Utvikling i budsjett drivere

Oppsettet benyttet for å utvikle fremtidsbudsjettet er hentet fra Knivsflå (2015). For enkelthets skyld antas det at selskapets innbetalinger mottas i slutten av året slik at rentabilitet kan beregnes på inngående kapital. Tabell 9.1 viser hvilke budsjett drivere vi har valgt for vårt fremtidsbudsjett. De individuelle budsjett drivere blir grundigere gjennomgått nedenfor.

Tabell 9.1: Budsjett drivere (Knivsflå, 2015).

Regnskap	Driver
Resultat	
Driftsinntekter _t	Passasjerer _t · Average revenue per unit _t (ARPU)
Netto driftsresultat _t	Netto driftsmargin _t · Driftsinntekter _t
Netto finansinntekt _t	Finansiell eiendelsrente _t · Finansielle eiendeler _{t-1}
Netto finanskostnad _t	Finansiell gjeldsrente _t · Finansiell gjeld _{t-1}
Balanse	
Netto driftseiendeler _{t-1}	Driftsinntekter _t / Omløpet til netto driftseiendeler _t
Finansielle eiendeler _t	Finansiell eiendelsdel _t · Driftsinntekter _t
Finansiell gjeld _t	Finansiell gjeldsdel _t · Netto driftseiendeler _t

Driftsinntekter

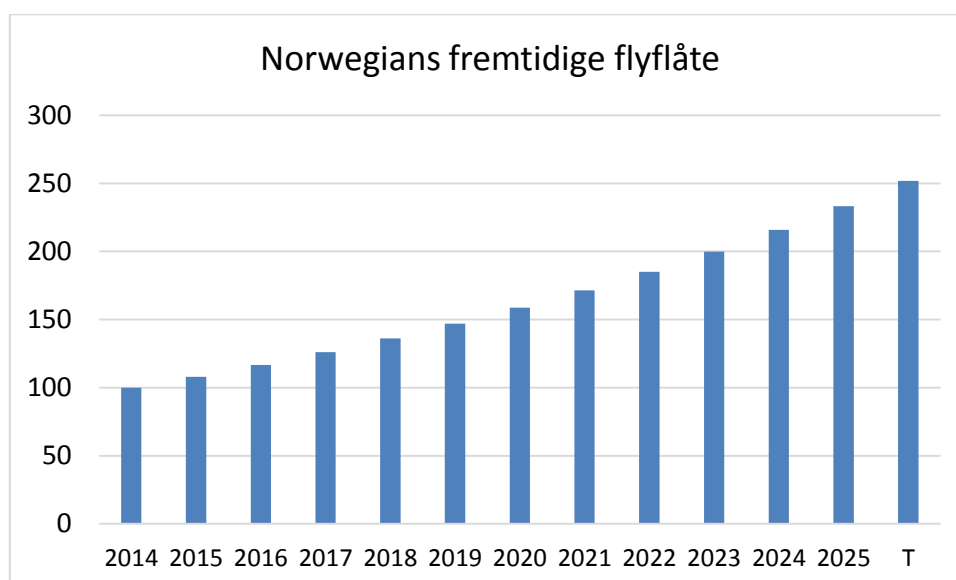
$$\text{Driftsinntekter}_t = \text{Passasjerer}_t \cdot \text{Average revenue per unit}_t$$

I følge Damodaran (2002, kap. 11, s. 1) er det tre metoder for å estimere et selskaps fremtidige driftsinntekter. Den første er å estimere fremtidig vekst i driftsinntektene på bakgrunn av selskapets historiske vekst. Denne metoden er best egnet for selskaper som allerede er i en stabil fase ettersom historisk vekst da vil være en bedre indikator på fremtidig vekst. Den andre metoden er å følge profesjonelle analytikers estimater for fremtidig vekst. Selv om mange selskaper er tett fulgt av opptil flere profesjonelle analytikere mener Damodaran at deres vekstanslag, spesielt på lengre sikt, har vist seg å være dårlige. Den tredje metoden er å estimere fremtidig vekst fra et fundamentalt perspektiv. Veksten et selskap klarer å generere vil til syvende og sist være et resultat av investeringene selskapet foretar seg, og kvaliteten av disse investeringene. For å estimere Norwegians fremtidige driftsinntekter benyttes en kombinasjon av metode én og metode tre. For å estimere average revenue per unit (ARPU) benyttes Norwegians historiske tall fordi de viste seg å være relativt stabile gjennom

analyseperioden. Estimerte fremtidige passasjerantall baseres på Norwegians investeringer (og antatte fremtidige investeringer) i flyflåten.

Passasjerer

Bjørn Kjos har som nevnt tidligere uttalt at han mener at flyselskaper som skal være konkurransedyktige i Europa må ha en flyflåte i størrelsesordenen 250 fly. En større flyflåte muliggjør både lavere operasjonelle kostnader gjennom stordriftsfordeler og høyere kabinfaktor gjennom bedre logistikkstyring. Basert på denne uttalelsen, Norwegians allerede bestilte fly og selskapets mål om å ikke ha en gjennomsnittlig flyflåte eldre enn 7 år, er følgende estimat gjort på Norwegians fremtidige flåtestørrelse.



Figur 9.2: Estimert fremtidig flyflåte for Norwegian i perioden 2015-2026 (T).

I følge figur 9.2 estimeres Norwegians flyflåte til 252 fly i år 2026 (T). Denne størrelsen er i samsvar med analytikerens estimater og Bjørn Kjos' uttalte ambisjoner, slik at det ses på som et rimelig estimat (Sættem, 2012).

I analyseperioden har Norwegian demonstrert at de klarer å holde kabinfaktoren relativt stabil, mellom 77-80 %, selv med en raskt ekspanderende flyflåte. Norwegian har altså vært dyktige til å øke antall flyvninger på eksisterende ruter som behøver større kapasitet, og til å innføre nye ruter som har vært populære blant passasjerene. På nye ruter har man ikke nødvendigvis like god tilgang på data om etterspørsel og priselastisitet som på etablerte ruter. Derfor er det vanskelig å holde kabinfaktoren stabil i perioder hvor flyflåten ekspanderes.

På flyvninger til nye destinasjoner er det heller ikke gitt at selskapet har like god tilgang til personell, reservedeler o.l., hvilket gjør logistikkstyringen vanskeligere. I tillegg blir oppfyllingen av flyene «forsinket» ved tiden det tar fra en ny rute innføres til potensielle passasjerer blir klar over rutens eksistens.

Evnen til å holde kabinfaktoren stabil i perioder med hurtigvoksende flyflåte antas å vedvare utover fremtidsbudsjettet. Det antas også at den relative sammensetningen av rutenettet – andelen korte, mellomdistanse og lange flyvninger – holder seg omtrent lik dagens, slik at dette ikke får innvirkning på antall passasjerer fraktet per fly. Basert på disse to antagelsene er Norwegians fremtidige passasjertall beregnet ved å multiplisere Norwegians gjennomsnittlige «passasjerer fraktet per fly» fra analyseperioden med størrelsen på flyflåten utover fremtidsbudsjettet.

For å kalkulere Norwegians antall passasjerer fraktet per fly i løpet av analyseperioden ble Norwegians årlige passasjerantall dividert på samme års gjennomsnittlige flyflåte. Ettersom antall passasjerer fraktet per fly holdt seg relativt stabilt gjennom analyseperioden og det ikke kunne observeres en åpenbar trend i tallene, ble tallene likevektet for å finne gjennomsnittlig passasjerer fraktet per fly. Beregningen utføres i tabell 9.2.

Tabell 9.2: Historisk passasjerer per fly for Norwegian i perioden 2009-2014. Tall fra Norwegians års- og kvartalsrapporter 2009-2014.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Antall fly ved årsslutt	46	57	62	68	85	100	
Gj.snittlig antall fly	43	52	60	65	77	93	
Passasjerer	10 800 000	13 000 000	15 700 000	17 700 000	20 700 000	24 000 000	
Passasjerer per fly	251 163	252 427	263 866	272 308	270 588	259 459	261 635

Tabell 9.2 viser at Norwegians årlige gjennomsnittlige antall passasjerer fraktet per fly i analyseperioden var 261 635.

Basert på vårt estimat av Norwegians fremtidige flyflåte og estimatet på passasjerer fraktet per fly, blir estimatet på antall passasjerer i fremtidsbudsjettet følgende:

Tabell 9.3: Estimert på fremtidige passasjerer for Norwegian i perioden 2015-2026 (T).

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T
Antall fly	108	117	126	136	147	159	171	185	200	216	233	252
Passasjerer per fly	261 635	261 635	261 635	261 635	261 635	261 635	261 635	261 635	261 635	261 635	261 635	261 635
Passasjerer fraktet (1000)	28 256	30 517	32 958	35 595	38 442	41 518	44 839	48 426	52 300	56 485	61 003	62 894

Average revenue per unit (ARPU)

Analysen i kapittel 8 konkluderte med at Norwegian har en ARPU-ulempe sammenlignet med bransjen.

Tabell 9.4: Average revenue per unit (ARPU) for Norwegian og bransjen i perioden 2009-2014.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Norwegian (1000)	0,66	0,63	0,66	0,71	0,73	0,81	0,70
Bransje (1000)	1,42	1,31	1,32	1,27	1,43	1,39	1,36

Den komparative bransjen inkluderer flere fullserviceselskaper. Som lavkostselskap er det derfor naturlig at Norwegians driftsinntekter per passasjer er lavere enn komparativ bransje. Fullserviceselskapene tar bedre betalt for billettene sine i tillegg til at de flyr en større andel langdistanseflyvninger og vil derfor av natur besitte en ARPU-fordel overfor lavkostselskapene.

Som tabell 9.4 viser har imidlertid Norwegians ARPU vært stigende gjennom analyseperioden. Vi tror Norwegians ARPU vil fortsette å stige utover fremtidsbudsjettet. Selskapets økte satsing på langdistanseflyvninger til USA og Asia er de faktorer som antas å ville bidra mest til fremtidig ARPU-vekst.

Langdistanseflyvninger genererer naturligvis mer driftsinntekter per passasjer enn kort- og mellomdistanseflyvninger. Disse vil derfor virke positivt på Norwegians ARPU-vekst. Etttersom vår komparative bransje består av flere fullserviceselskaper, er det imidlertid ikke realistisk at Norwegians ARPU når bransjesnittet.

Det eksisterer sannsynligvis flere faktorer som vil dempe Norwegians ARPU-vekst. Den viktigste er muligens oljeprisfallet. Som demonstrert i analysen av Porters fem konkurransekrefter er konkurransen i flybransjen av slik karakter at det meste av besparelser blir gitt videre til passasjerene i form av lavere billettpriser. Lavere oljepris vil derfor legge en demper for ARPU-veksten i hele bransjen (Pearce, 2013). En annen faktor som vil dempe Norwegians ARPU-vekst er Ryanairs inntog i det skandinaviske markedet. Økt konkurranse vil tvinge Norwegian til lavere billettpriser i det skandinaviske markedet for å ikke miste for store markedsandeler.

På bakgrunn av disse faktorene er Norwegians fremtidige ARPU-vekst budsjettetert til 1 % årlig. Historisk sett har flyselskapers inntekter per passasjer falt når man tar hensyn til

inflasjon. En ARPU-vekst i denne størrelsesordenen er dermed i tråd med bransjens historiske realitet (Pearce, 2013).

På bakgrunn av våre estimater av Norwegians passasjerantall og inntekt per passasjer, kan Norwegians fremtidige driftsinntekter nå estimeres. Utregningen presenteres i tabell 9.5.

Tabell 9.5: Estimerte fremtidige driftsinntekter for Norwegian i perioden 2015-2026 (T).

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T
Passasjerer (millioner)	28,3	30,5	32,9	35,6	38,4	41,5	44,4	48,4	52,3	56,5	61,0	62,9
ARPU (1000)	0,82	0,83	0,83	0,84	0,85	0,86	0,87	0,88	0,89	0,89	0,90	0,91
Driftsinntekter (millioner)	23 117	25 216	27 505	30 003	32 727	35 699	38 940	42 476	46 333	50 540	55 129	56 838

Netto driftsresultat

$$\text{Netto driftsresultat}_t = \text{Driftsinntekter}_t \cdot \text{Netto driftsmargin}_t$$

Fra tabell 9.6 fremgår det at Norwegians gjennomsnittlige netto driftsmargin i analyseperioden kun var på 2 %. De to største og mest profitable europeiske lavkostselskapene, Ryanair og EasyJet, opererte i samme periode med gjennomsnittlige netto driftsmarginer på henholdsvis 11 % og 12 %.

Tabell 9.6: Historisk netto driftsmargin for Norwegian, Ryanair, EasyJet og bransjen i perioden 2009-2014.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Norwegian	0,06	0,01	0,01	0,05	0,03	-0,04	0,02
Ryanair	0,05	0,12	0,13	0,14	0,13	0,12	0,12
EasyJet	0,06	0,12	0,11	0,12	0,15	0,15	0,12
Bransje	-0,02	0,00	0,01	0,01	0,02	0,01	0,01

Som begrunnet i kapittel 9.2 forutsettes det for fremtidsbudsjettet at Norwegian flagger ut av Norge for å senke lønnskostnadene sine og dermed øke selskapets netto driftsmarginer. Det er imidlertid ikke realistisk at Norwegian, selv ved utflagging, oppnår netto driftsmarginer tilsvarende Ryanair og EasyJet. Til det er ikke lavkostmodellen til Norwegian strømlinjeformet nok. Utover fremtidsbudsjettet tror vi Ryanair og EasyJet vil slite med å opprettholde netto driftsmarginene de har hatt i analyseperioden, fordi konkurransen i lavkostsegmentet stadig intensiveres. Fremveksten av lavkostselskaper som spanske Vueling

og bulgarske Wizz Air vil bidra til å drive fremtidens driftsmarginer ned, selv for de mest strømlinjeformede lavkostselskapene.

For å holde følge med den økende konkurransen i lavkostsegmentet blir utflagging dermed enda viktigere for Norwegian. Utflagging vil bidra til betraktelig høyere netto driftsmarginer grunnet store besparelser i lønnskostnadene.

Dersom våre antagelser er korrekte og Norwegian får gjennomslag for søknaden sin hos det amerikanske transportdepartementet, vil de transatlantiske rutene til Norwegian også bidra til å øke fremtidige netto driftsmarginer. Per dags dato (16.02.2015) eksisterer det ingen andre lavkostselskaper som opererer transatlantisk. Vi tror det er stor etterspørsel i markedet for et slikt produkt på begge sider av Atlanteren. Norwegian vil kunne operere disse flyvningene med veldig lave operasjonelle kostnader sammenlignet med fullserviceselskapene. Uten konkurranse fra andre lavkostselskaper vil de også være i posisjon til ta prisene de behøver for å gjøre flyvningene profitable. Antall Dreamlinere Norwegian besitter vil derimot være en begrensende faktor for hvor stor påvirkning den transatlantiske satsingen vil ha på konsernets netto driftsmarginer. Norwegian har til sammen bestilt 17 Dreamlinere til sine langdistanseruter og har avtale om å lease to til (norwegian.no, 2015). Dersom Norwegian bestemmer seg for å ekspandere langdistansesatsingen vil leasingmulighetene for Dreamlinere være begrenset på grunn av et lite annenhåndsmarked for denne flytypen.

Vi tror derfor Norwegian vil gjøre det bra transatlantisk, og at langdistanserutene deres vil ha positivt effekt på netto driftsmarginene i selskapet, men at effekten vil begrenses av størrelsen på Dreamliner-flåten.

Ryanairs økte satsing i det skandinaviske markedet vil ha negativ effekt på Norwegians netto driftsmarginer, ved at Norwegian vil presses til priskutt for å unngå for store tap av markedsandeler. Den økte fremtidige konkurransen blant lavkostselskaper på resten av kontinentet vil også begrense Norwegians muligheter til å øke driftsmarginene sine.

I fremtidsbudsjettet er det budsjettert med en gjennomsnittlig netto driftsmargin på 4,5 %.

Netto finansinntekt og netto finanskostnad

$$\text{Netto finansinntekt}_t = \text{Finansiell eiendelsrente}_t \cdot \text{Finansielle eiendeler}_{t-1}$$

$$\text{Netto finanskostnad}_t = \text{Finansielt gjeldskrav}_t \cdot \text{Finansiell gjeld}_{t-1}$$

Det forventes at velfungerende kapitalmarkeder vil sørge for at Norwegian ikke besitter noen finansieringsfordel eller -ulempe i fremtidsbudsjettet. Det budsjetteres derfor ikke med noen fordel eller ulempe i tiden fremover.

Finansinntektene (avkastningen på de finansielle eiendelene) vil settes til å være lik kravet til avkastning på finansielle eiendeler, mens finanskostnadene (rentekostnadene på den finansielle gjelden) vil settes til å være lik kravet til avkastning på finansiell gjeld.

Utregningen av disse kravene utføres i kapittel 10.

Netto driftseiendeler

$$\text{Netto driftseiendeler}_{t-1} = \frac{\text{Driftsinntekter}_t}{\text{Omløpet til netto driftseiendeler}_t}$$

Omløpet til netto driftseiendeler er et mål på hvor effektivt et selskap anvender kapitalen sin til å generere driftsinntekter. Tabell 9.7 viser at Norwegians omløp av netto driftseiendeler i analyseperioden stort sett har vært lavere enn bransjen.

Tabell 9.7: Omløpet til netto driftseiendeler til Norwegian og bransjen i perioden 2009-2014.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Norwegian	6,36	3,52	2,68	2,43	2,40	1,85
Bransje	2,48	2,61	2,72	2,78	3,49	3,10

Reduksjonen i Norwegians omløp av netto driftseiendeler gjennom analyseperioden stammer hovedsakelig fra selskapets store investeringer i nye fly som har resultert i stor økning av netto driftseiendeler. I flybransjen tar det tid fra et selskap har investert i driftseiendeler (bestilling av nytt fly) til investeringen genererer driftsinntekter (salg av billetter). Det tar også tid fra et nytt fly er operativt til tidspunktet hvor flyet opereres på full effektivitet (oppnådd tilfredsstillende kabinfaktor). For flyselskaper er det derfor spesielt vanskelig å opprettholde omløpet til netto driftseiendeler når det befinner seg i en investeringsprosess.

Omløpet til Norwegians netto driftseiendeler vil øke etter hvert som Norwegian tar levering på flere fly og får satt dem i drift. Dette vil resultere i en stabiliserende mengde netto driftseiendeler og en voksende mengde driftsinntekter, noe som vil øke omløpet til selskapets netto driftseiendeler.

Vi tror Norwegians omløp av netto driftseiendeler i fremtidsbudsjettperioden til slutt vil passere bransjegjennomsnittet. Dette begrunnes med at den store flåten vil tillate dem å utnytte de få stordriftsfordelene som finnes i flybransjen samtidig som lavkostmodellen, selv om den ikke er like strømlinjeformet som andre lavkostselskaper, vil gi dem en effektivitetsmessig fordel overfor fullserviceselskapene i den komparative bransjen.

I fremtidsbudsjettet er det budsjettert med en årlig økning i omløpet til netto driftseiendeler på 3,5 %.

Finansielle eiendeler

$$\text{Finansielle eiendeler}_t = \text{Finansiell eiendelsdel}_t \cdot \text{Driftsinntekter}_t$$

Norwegians finansielle eiendeler består hovedsakelig av kontanter og kundefordringer. De finansielle eiendelene som andel av driftsinntekter har holdt seg relativt stabile i analyseperioden. Som andel av driftsinntektene har Norwegians finansielle eiendeler variert mellom 10 % og 20 %, og hatt en gjennomsnittlig verdi på 15 %.

Tabell 9.8: Finansielle eiendeler som andel av driftsinntekter i Norwegian i perioden 2009-2014.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Norwegian	20 %	15 %	13 %	14 %	15 %	10 %	15 %

Vi venter at denne stabiliteten vil fortsette i fremtidsbudsjettperioden fordi andelen finansielle eiendeler selskapet til enhver tid er i besittelse av, i stor grad er bestemt av selskapets eget likviditetsmål. Det foreligger ingen indikasjoner på at disse målene vil endre seg nevneverdig, og derfor budsjetteres Norwegians finansielle eiendeler til å være 15 % av selskapets driftsinntekter i fremtidsbudsjettet.

Finansiell gjeld

$$\text{Finansiell gjeld}_t = \text{Finansiell gjeldsdel}_t \cdot \text{Netto driftseiendeler}_t$$

Norwegians finansielle gjeld består hovedsakelig av bank- og obligasjonslån, tillagt vår justering for operasjonell leasing. Som kapittel 6 viste har Norwegian gjennom analyseperioden hatt en relativt høy gjeldsgrad i forhold til bransjen, men som det fremgår av tabell 9.9, har deres finansielle gjeldsdel (finansiell gjeld over netto driftseiendeler) vært relativt lik bransjesnittet. Årsaken er at den finansielle gjelden stort sett har blitt brukt til å investere i netto driftseiendeler i form av nye fly, slik at gjeldsdelen ikke har økt like dramatisk som den finansielle gjelden.

Tabell 9.9: Finansiell gjeldsdel i Norwegian og bransjen i perioden 2009-2014.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Norwegian	0,92	0,82	0,88	0,89	0,94	0,99	0,91
Bransje	0,89	0,83	0,81	0,82	0,96	0,96	0,88

I fremtidsbudsjettet forventes det at Norwegians gjeldsdel faller mot bransjesnittet etter hvert som investeringer i nye fly avtar og driftsinntektene de nye flyene genererer brukes til å nedbetale selskapets gjeld.

9.4 Presentasjon av fremtidsregnskapet

Basert på budsjettdriverne presenteres nå fremtidsregnskapet for Norwegian fra 2015 til 2026 (T).

Tabell 9.10: Fremtidig resultatregnskap for Norwegian i perioden 2015-2026 (T) i NOK 1000. Oppsett fra Knivsflå (2015).

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	23 116 721	25 215 720	27 505 307	30 002 789	32 727 042	35 698 658
Netto driftsresultat	1 040 252	1 134 707	1 237 739	1 350 126	1 472 717	1 606 440
+ Netto finansinntekt	25 437	20 942	24 910	27 749	32 398	37 468
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	1 065 689	1 155 650	1 262 649	1 377 874	1 505 115	1 643 908
- Netto finanskostnad	1 218 931	1 124 626	1 191 783	1 253 063	1 327 419	1 405 869
= Nettoresultat til egenkapital	-153 241	31 024	70 866	124 812	177 696	238 038
= Fullstendig nettoresultat	-153 241	31 024	70 866	124 812	177 696	238 038
- Netto utbetalt utbytte	-99 212	-207 953	-186 509	-152 193	-120 247	-82 232
= Endring i egenkapital	-54 029	238 977	257 375	277 005	297 943	320 270

År	2021	2022	2023	2024	2025	T
Driftsinntekter	38 940 096	42 475 857	46 332 664	50 539 670	55 128 672	56 837 661
Netto driftsresultat	1 752 304	1 911 414	2 084 970	2 274 285	2 480 790	2 557 695
+ Netto finansinntekt	41 239	47 153	53 586	58 525	66 001	68 047
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	1 793 543	1 958 567	2 138 556	2 332 810	2 546 791	2 625 741
- Netto finanskostnad	1 477 737	1 564 557	1 656 127	1 740 329	1 841 626	1 879 729
= Nettoresultat til egenkapital	315 806	394 010	482 428	592 480	705 165	746 012
= Fullstendig nettoresultat	315 806	394 010	482 428	592 480	705 165	746 012
- Netto utbetalt utbytte	-28 266	24 569	85 954	167 207	367 860	580 522
= Endring i egenkapital	344 073	369 442	396 474	425 273	337 305	165 491

Tabell 9.11: Fremtidig balanseregnskap og sysselsatt kapital for Norwegian i perioden 2015-2026 (T) i NOK 1000. Oppsett fra Knivsflå (2015).

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftseiendeler	12 293 586	12 956 371	13 654 888	14 391 065	15 166 931	15 984 626
+ Finansielle eiendeler	1 844 896	1 944 360	2 049 186	2 159 664	2 276 098	2 398 809
= Sysselsatte eiendeler	14 138 482	14 900 730	15 704 074	16 550 729	17 443 029	18 383 436
Egenkapital	2 074 271	2 313 247	2 570 622	2 847 628	3 145 571	3 465 841
+ Finansiell gjeld	12 064 211	12 587 483	13 133 452	13 703 101	14 297 458	14 917 595
= Sysselsatt kapital	14 138 482	14 900 730	15 704 074	16 550 729	17 443 029	18 383 436

År	2021	2022	2023	2024	2025	T
Netto driftseiendeler	16 846 406	17 754 647	18 711 854	19 720 667	20 332 008	20 962 300
+ Finansielle eiendeler	2 528 136	2 664 436	2 808 084	2 959 476	3 051 220	3 145 808
= Sysselsatte eiendeler	19 374 543	20 419 083	21 519 938	22 680 143	23 383 228	24 108 108
Egenkapital	3 809 913	4 179 355	4 575 829	5 001 102	5 338 407	5 503 898
+ Finansiell gjeld	15 564 629	16 239 728	16 944 109	17 679 041	18 044 820	18 604 210
= Sysselsatt kapital	19 374 543	20 419 083	21 519 938	22 680 143	23 383 228	24 108 108

Tabell 9.12: Fremtidig kontantstrøm for Norwegian i perioden 2015-2026 (T) i NOK 1000. Oppsett fra Knivsflå (2015).

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftsresultat	1 040 252	1 134 707	1 237 739	1 350 126	1 472 717	1 606 440
- Endring i netto driftseiendeler	-1 107 514	662 785	698 517	736 177	775 866	817 695
= Fri kontantstrøm fra drift	2 147 766	471 923	539 221	613 949	696 851	788 744
+ Netto finansinntekt	25 437	20 942	24 910	27 749	32 398	37 468
- Endring i finansielle eiendeler	-166 204	99 464	104 826	110 478	116 434	122 711
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	2 339 408	393 401	459 305	531 220	612 815	703 501
- Netto finanskostnad	1 218 931	1 124 626	1 191 783	1 253 063	1 327 419	1 405 869
+ Endring i finansiell gjeld	-1 219 689	523 272	545 968	569 649	594 357	620 137
= Fri kontantstrøm til egenkapital	-99 212	-207 953	-186 509	-152 193	-120 247	-82 232
= Netto betalt utbytte	-99 212	-207 953	-186 509	-152 193	-120 247	-82 232

År	2021	2022	2023	2024	2025	T
Netto driftsresultat	1 752 304	1 911 414	2 084 970	2 274 285	2 480 790	2 557 695
- Endring i netto driftseiendeler	861 780	908 241	957 207	1 008 813	611 341	630 292
= Fri kontantstrøm fra drift	890 524	1 003 173	1 127 763	1 265 472	1 869 450	1 927 403
+ Netto finansinntekt	41 239	47 153	53 586	58 525	66 001	68 047
- Endring i finansielle eiendeler	129 327	136 300	143 648	151 392	91 744	94 588
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	802 436	914 026	1 037 701	1 172 604	1 843 706	1 900 861
- Netto finanskostnad	1 477 737	1 564 557	1 656 127	1 740 329	1 841 626	1 879 729
+ Endring i finansiell gjeld	647 034	675 099	704 381	734 932	365 779	559 389
= Fri kontantstrøm til egenkapital	-28 266	24 569	85 954	167 207	367 860	580 522
= Netto betalt utbytte	-28 266	24 569	85 954	167 207	367 860	580 522

10. Fremtidskrav

I dette kapitlet beregnes Norwegians fremtidige avkastningskrav. Avkastningskravene brukes i kapittel 11 ved beregning av nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene fra fremtidsbudsjettet produsert i kapittel 9. Ettersom metodene brukt i dette kapitlet er såpass like dem benyttet i kapittel 7, vil det bare bli gitt en rask gjennomgang av hvordan de fremtidige avkastningskravene beregnes.

10.1 Avkastningskrav til egenkapital

Som i kapittel 7 brukes Capital Asset Pricing Model (CAPM) til å beregne avkastningskravet til Norwegians fremtidige egenkapital.

$$ekk = r_f + \beta_i[E(R_m) - r_f] + \alpha$$

Risikofri rente

Som risikofrie rente vil dagens 3-månedlige NIBOR lineært justeres til NIBORs historiske normalverdi på 3,4 % (Knivsflå, 2015). Dette begrunnes med at vi mener det er naturlig å forvente at NIBOR i løpet av fremtidsbudsjettet beveger seg fra dagens historisk lave nivå opp mot sin historiske normalverdi.

Markedspremie

Markedspremien som benyttes vil være langtidsmarkedspremien på Oslo Børs fra kapittel 7, som Knivsflå (2015) estimerte til 5 %.

Beta

Gjennomsnittsbetaen beregnet i kapittel 7 på 1,096 mener vi er et godt estimat på Norwegians fremtidige beta. Ettersom kapitalstrukturen i Norwegian vil endre seg i løpet av fremtidsbudsjettperioden, vil egenkapitalbetaen også måtte endres i takt med kapitalstrukturen. Dette gjøres ved å bruke samme antagelse som fra kapittel 7 (Miller & Modiglianis proposisjon 1) om at Norwegians driftsbeta vil være konstant over tid. Ettersom dagens driftsbeta er kjent og Norwegians fremtidige balansevekter i fremtidsbudsjettet er regnet ut i kapittel 9, blir det mulig å regne seg frem til årlige egenkapitalbetaer i takt med at kapitalstrukturen endrer seg.

Likviditetspremie

Det antas at Norwegian-aksjen fortsatt vil være blant de mest omsatte aksjene på Oslo Børs og det derfor ikke er behov for å beregne en likviditetspremie.

Basert på risikofri rente, egenkapitalbeta og risikopremie blir Norwegians fremtidige egenkapitalkrav presentert i tabell 10.1.

Tabell 10.1: Fremtidig avkastningskrav til egenkapital for Norwegian i perioden 2015-2026 (T).

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T
Risikofri rente	0,91 %	1,02 %	1,13 %	1,24 %	1,35 %	1,46 %	1,57 %	1,68 %	1,79 %	1,90 %	2,01 %	2,18 %
+ Egenkapitalbeta	1,31	1,26	1,22	1,18	1,15	1,12	1,09	1,07	1,05	1,03	1,01	0,99
· Risikopremie	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
= Egenkapitalkrav	7,46 %	7,33 %	7,23 %	7,15 %	7,10 %	7,06 %	7,03 %	7,02 %	7,02 %	7,02 %	7,04 %	7,12 %

10.2 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Som i kapittel 7 vil avkastningskravet til netto finansiell gjeld være differansen mellom det vektete finansielle gjeldskravet og det vektete finansielle eiendelskravet.

Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet består av den risikofrie renten tillagt en kredittrisikopremie. Beregning av risikofri rente er redegjort for i kapittel 10.1. Kredittrisikopremien som benyttes vil være noe lavere enn den som ble brukt i analyseperioden ettersom Norwegian tilegnes en bedre syntetisk rating for fremtidsbudsjettperioden. Dette er hovedsakelig som følge av Norwegians forbedrede egenkapitalrentabilitet og egenkapitalandel i fremtidsbudsjettet. Se kapittel 10.4 for analyse av Norwegians fremtidige superrentabilitet til egenkapitalen. For fremtidsbudsjettet tilegnes derfor Norwegian en syntetisk rating på BB. Det gir en kredittrisikopremie på 3,1 %.

Finansielt eiendelskrav

For beregning av det finansielle eiendelskravet brukes samme metode som i kapittel 7. Kontantkravet, investeringskravet og fordringskravet vektet med de historiske gjennomsnittsvektene fra analyseperioden. Kontanter har et avkastningskrav tilsvarende den risikofrie renten, investeringer et avkastningskrav tilsvarende den risikofrie renten tillagt markedspremien, mens fordringer har et avkastningskrav tilsvarende den risikofrie renten

tillagt kreditrisikopremien. Det antas også nå at Norwegians skyldnere har samme kreditrisiko som Norwegian og dermed får samme kreditrisikopremie.

Netto finansielt gjeldskrav

Avkastningskravet til netto finansiell gjeld blir regnet ut ved å vekte det finansielle gjeldskravet (fgk) med andelen finansiell gjeld (FG) av netto finansiell gjeld (NFG), før man trekker fra det finansielle eiendelskravet (fek) vektet med andelen finansielle eiendeler (FE) av netto finansiell gjeld (NFG).

$$\text{Netto finansielt gjeldskrav} = fgk \cdot \frac{FG}{NFG} - fek \cdot \frac{FE}{NFG}$$

Tabell 10.2: Fremtidig netto finansielt gjeldskrav for Norwegian i perioden 2015-2026 (T). fgk = finansielt gjeldskrav, fek = finansielt eiendelskrav, nfgk = netto finansielt gjeldskrav, FG = finansiell gjeld, FE = finansielle eiendeler, NFG = netto finansiell gjeld.

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T
fgk	9,21 %	9,32 %	9,43 %	9,54 %	9,65 %	9,76 %	9,87 %	9,98 %	10,09 %	10,20 %	10,31 %	10,48 %
· FG/NFG	1,18	1,18	1,18	1,19	1,19	1,19	1,19	1,20	1,20	1,20	1,20	1,21
- fek	1,30 %	1,14 %	1,24 %	1,35 %	1,46 %	1,57 %	1,68 %	1,79 %	1,90 %	2,01 %	2,12 %	2,29 %
· FE/NFG	0,18	0,18	0,18	0,19	0,19	0,19	0,19	0,20	0,20	0,20	0,20	0,21
= nfgk	10,64 %	10,82 %	10,95 %	11,07 %	11,20 %	11,33 %	11,46 %	11,59 %	11,71 %	11,84 %	11,97 %	12,16 %

10.3 Avkastningskrav til netto driftskapital

Avkastningskravet til netto driftskapital regnes ut, som i kapittel 7, ved å summere det vektete avkastningskravet til netto finansiell gjeld (nfgk) med det vektete avkastningskravet til egenkapitalen (ekk). De to kravene vektet med andelen netto finansiell gjeld (NFG) og egenkapital (EK) av netto driftskapital (NDK).

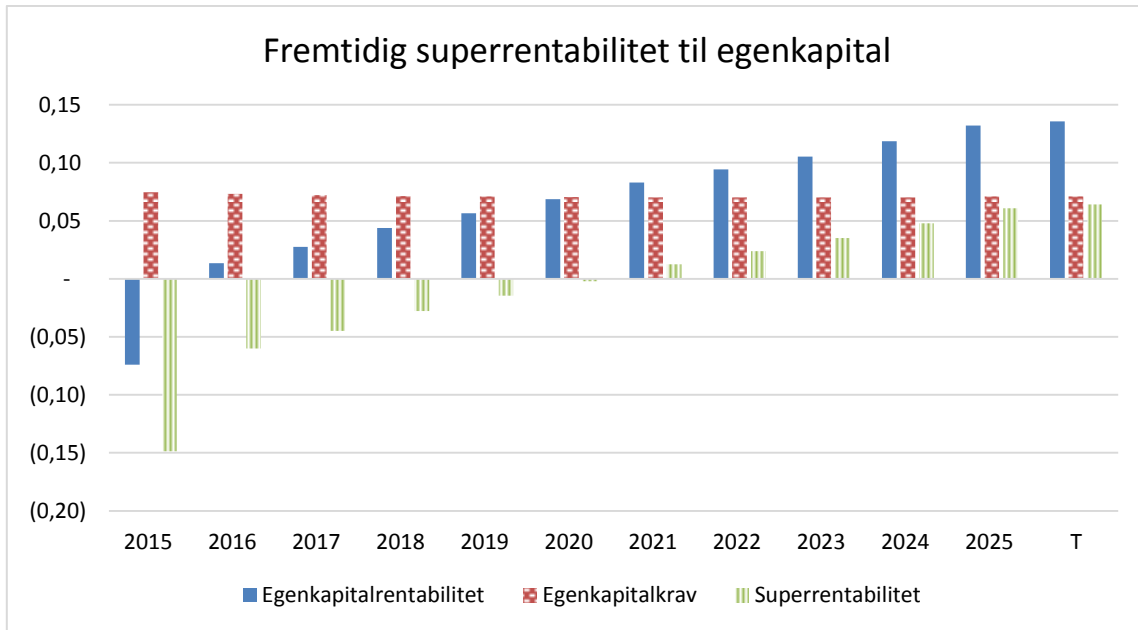
$$\text{Netto driftskrav} = nfgk \cdot \frac{NFG}{NDK} + ekk \cdot \frac{EK}{NDK}$$

Tabell 10.3: Fremtidig netto driftskrav for Norwegian i perioden 2015-2026 (T).

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T
Egenkapitalkrav	7,19 %	7,08 %	6,98 %	6,92 %	6,87 %	6,83 %	6,81 %	6,80 %	6,81 %	6,82 %	6,84 %	6,93 %
· Egenkapitalvekt	0,16	0,17	0,18	0,19	0,20	0,21	0,22	0,23	0,24	0,24	0,25	0,26
+ Netto finansielt gjeldskrav	10,59 %	10,80 %	10,96 %	11,05 %	11,22 %	11,38 %	11,47 %	11,64 %	11,80 %	11,90 %	12,06 %	12,10 %
· Netto finansiell gjeldsvekt	0,84	0,83	0,82	0,81	0,80	0,79	0,78	0,77	0,76	0,76	0,75	0,74
= Netto driftskrav	10,05 %	10,17 %	10,25 %	10,28 %	10,36 %	10,44 %	10,46 %	10,55 %	10,63 %	10,66 %	10,74 %	10,74 %

10.4 Analyse av budsjett – superrentabilitet

Figur 10.1 viser Norwegians superrentabilitet til egenkapitalen gjennom fremtidsbudsjettperioden. Rentabiliteten til egenkapitalen (ekr) er beregnet på bakgrunn av nettoresultatet til egenkapitalen og egenkapitalen fra fremtidsbudsjettet. Avkastningskravet ble beregnet i kapittel 10.



Figur 10.1: Analyse av superrentabilitet. Rentabilitet og avkastningskrav er hentet fra fremtidsbudsjettet i kap. 9 og avkastningskravet er utregnet i kap. 10. ekr = egenkapitalrentabilitet, ekk = avkastningskravet til egenkapitalen, superrentabilitet = ekr – ekk.

Som figur 10.1 viser, vil Norwegian basert på fremtidsbudsjettet og fremtidige avkastningskrav oppnå reell profitabilitet (egenkapitalrentabiliteten større enn egenkapitalkravet) i 2021. Fra år 2026 (T) vil Norwegian ha en permanent strategisk fordel (superrentabilitet) på 6,4 %.

Avkastningskravene beregnet i dette kapittelet vil benyttes i kapittel 11 i verdsettelsen av Norwegians egenkapital.

11. Fundamental verdsettelse

Basert på fremtidsbudsjettet produsert i kapittel 9 og avkastningskravene beregnet i kapittel 10, blir verdien av Norwegians egenkapital estimert i dette kapittelet. Verdien av egenkapital divideres på Norwegians utestående aksjer for å komme frem til et verdiestimat på Norwegian-aksjen.

11.1 Oversikt over metoder og modeller

For å beregne verdien av egenkapitalen i Norwegian benyttes tre egenkapitalmetoder og tre selskapskapitalmetoder. De tre egenkapitalmetodene og de tre selskapskapitalmetodene vil ved korrekt bruk gi like verdiestimat på egenkapitalen, men for at de tre egenkapitalmetodene skal gi samme verdiestimat som de tre selskapskapitalmetodene, må de først gjennom en konvergeringsprosess.

11.1.1 Egenkapitalmetoder

Egenkapitalmetodene beregner verdien av egenkapital direkte ved å diskontere kontantstrømmene til egenkapitalen for å finne nåverdien. De tre metodene som benyttes blir gjennomgått nedenfor. Formlene er hentet fra Knivsflå (2015).

Fri kontantstrøm til egenkapital-metoden

Den frie kontantstrømmen til egenkapitalen er andelen som er igjen av selskapets kontantstrøm etter at alle andre kravholdere har fått sin rettmessige andel. Denne kontantstrømmen har selskapet tilgjengelig for å dele ut som utbytte til sine aksjonærer.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_T) \cdot (ekv - ekv)}$$

VEK = verdi egenkapital, FKE = fri kontantstrøm til egenkapital

ekv = egenkapitalvekst

Fri kontantstrøm til egenkapital-metoden beregner verdien av egenkapitalen ved å summere nåverdien av de fremtidige frie kontantstrømmene til egenkapitalen. De frie kontantstrømmene diskonteres med avkastningskravet til egenkapitalen.

Superprofitt til egenkapital-metoden

Superprofitt til egenkapitalen er verdien av avkastningen utover avkastningskravet som egenkapitalen genererer.

$$VEK_o = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_T) \cdot (ekk - ekv)}$$

*VEK = verdi egenkapital, EK = egenkapital, SPE = superprofitt til egenkapital
ekk = egenkapitalkrav, ekv = egenkapitalvekst*

Superprofitt til egenkapital-metoden beregner verdien av selskapets egenkapital ved å summere nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapitalen og legge denne summen til dagens bokførte verdi av egenkapitalen. Superprofitten til egenkapitalen diskonteres med avkastningskravet til egenkapitalen.

Endring i superprofitt til egenkapital-metoden

Endring i superprofitt til egenkapitalen er den årlige forskjellen i verdien av avkastning utover avkastningskravet som egenkapitalen genererer.

$$VEK_o = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} \cdot \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_{T+1}) \cdot (ekk - ekv)} \right\}$$

VEK = verdi egenkapital, NRE = nettoresultat til egenkapital

ΔSPE = endring i superprofitt til egenkapital, ekk = egenkapitalkrav

ekv = egenkapitalvekst

Endring i superprofitt til egenkapital-metoden beregner verdien av selskapets egenkapital ved å summere nåverdien av endringen i superprofitt til egenkapitalen og legge til det diskonterte nettoresultatet til egenkapitalen i år 1. Endringen i superprofitten til egenkapitalen og nettoresultatet til egenkapital i år 1 diskonteres med avkastningskravet til egenkapitalen.

11.1.2 Selskapskapitalmetoder

Selskapskapitalmetodene beregner verdien av egenkapitalen indirekte ved at de først beregner verdien av selskapskapitalen for så å trekke fra verdien av netto finansiell gjeld. De tre selskapskapitalmetodene som benyttes blir gjennomgått nedenfor. Formlene er hentet fra Knivsflå (2015).

Fri kontantstrøm til selskapet-metoden

Fri kontantstrøm til selskapet er summen av kontantstrømmene til alle kravholderne i selskapet. Fri kontantstrøm til selskapet er altså selskapets inntjening før skatter og renteutgifter tillagt avskrivninger, kapitalutgifter og endringer i arbeidskapital.

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_T) \cdot (ndk - ndv)'}$$

VNDK = verdi netto driftskapital, FKD = fri kontantstrøm fra drift

ndk = netto driftskrav, ndv = netto driftsvekst

Fri kontantstrøm til selskapet-metoden beregner først verdien av selskapskapitalen ved å summere nåverdien av de fremtidige frie kontantstrømmene til selskapet. Selskapets frie kontantstrømmer diskonteres med avkastningskravet til selskapskapitalen. Fra selskapskapitalen trekker man fra verdien av netto finansiell gjeld for å stå igjen med verdien av selskapets egenkapital.

Superprofitt til selskapet-metoden

Superprofitt til selskapet er verdien av avkastningen utover avkastningskravet som selskapskapitalen genererer.

$$VNDK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_T) \cdot (ndk - ndv)'}$$

VNDK = verdi netto driftskapital, NDK = netto driftskapital

SPD = superprofitt fra drift, ndk = netto driftskrav, ndv = netto driftsvekst

Superprofitt til selskapet-metoden beregner først verdien av selskapskapitalen ved å summere nåverdien av all fremtidig superprofitt skapt av selskapskapitalen og legge til den bokførte verdien av selskapskapitalen. Superprofitten til selskapet diskonteres med avkastningskravet

til selskapskapitalen. Etter å ha funnet verdien av selskapskapitalen trekker man fra verdien av netto finansiell gjeld for å stå igjen med verdien av selskapets egenkapital.

Endring i superprofitt til selskapet-metoden

Endring i superprofitt til selskapet er den årlige forskjellen i verdien av avkastning utover avkastningskravet som selskapskapitalen genererer.

$$VNDK_0 = \frac{NDR_1}{ndk_1} + \frac{1}{ndk_1} \cdot \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPD_t}{(1+ndk_1) \cdot \dots \cdot (1+ndk_{t+1})} + \frac{\Delta SPD_{T+2}}{(1+ndk_1) \cdot \dots \cdot (1+ndk_{T+1}) \cdot (ndk - ndv)} \right\}$$

$$\text{Der superprofittvekst fra drift} = \Delta SPD_t = \frac{(1+ndk_1) \cdot SPD_t - (1+ndk_t) \cdot SPD_{t-1}}{1+ndk_t}$$

VNDK = verdi netto driftskapital, NDR = netto driftsresultat

ΔSPD = superprofittvekst fra drift

ndk = netto driftskrav, ndv = netto driftsvekst

Endring i superprofitt til selskapet-metoden beregner først verdien av selskapskapitalen ved å summere nåverdien av de fremtidige endringene i superprofitten til selskapet, før den legger denne verdien sammen med det diskonterte netto driftsresultatet i år 1. Endringen i superprofitten til selskapet og netto driftsresultatet i år 1 diskonteres med avkastningskravet til selskapskapitalen. Etter å ha funnet verdien av selskapskapitalen trekker man fra verdien av netto finansiell gjeld for å stå igjen med verdien av selskapets egenkapital.

11.2 Verdsettelse etter egenkapitalmetoden

Tabell 11.1: Egenkapitalmetoden steg 0.

Egenkapitalmetoder	Verdiestimat (1000)
Fri kontantstrøm til egenkapital-metoden	6 871 237
Superprofitt til egenkapital-metoden	6 871 237
Endring i superprofitt til egenkapital-metoden	6 871 237
Utestående aksjer	35 162 139
Verdiestimat per aksje NOK	195,42

Ved bruk av egenkapitalmetodene ble verdiestimatet på Norwegians egenkapital 6,9 milliarder kroner, noe som gir et verdiestimat per Norwegian-aksje på NOK 195,42.

11.3 Verdsettelse etter selskapskapitalmetoden

Tabell 11.2: Selskapskapitalmetoden steg 0.

Selskapskapitalmetoder	Verdiestimat (1000)
Fri kontantstrøm til selskapet-metoden	3 706 586
Superprofitt til selskapet-metoden	3 706 586
Endring i superprofitt til selskapet-metoden	3 706 586
Utestående aksjer	35 162 139
Verdiestimat per aksje NOK	105,41

Ved bruk av selskapskapitalmetodene ble verdiestimatet på Norwegians egenkapital 3,7 milliarder kroner, noe som gir et verdiestimat per Norwegian-aksje på NOK 105,41.

11.4 Konvergens mot endelig egenkapitalverdi

Tabell 11.1 og 11.2 viser at egenkapitalmetodene og selskapskapitalmetodene ga to vidt forskjellige verdiestimat på Norwegian-aksjen på henholdsvis NOK 195,42 og NOK 105,41. Grunnen til at egenkapital- og selskapskapitalmetodene ga så forskjellige verdiestimer er at begge metodene har regnet ut verdiestimatene ved å bruke *balanseførte* verdier til å vekte avkastningskravene. De to metodene vil ikke gi samme verdiestimat før avkastningskravene er vektet med *virkelige* verdier.

I fremtidsbudsjettet fra kapittel 9 er netto finansiell gjeld ført til virkelig verdi basert på antagelsen om at effektive kapitalmarkeder vil sørge for at det ikke finnes muligheter for mer- eller mindreakstning på Norwegians netto finansielle gjeld. Egenkapitalen er derimot kun ført som en regnskapsstørrelse i fremtidsregnskapet og må derfor justeres til virkelig verdi for å kunne vekte avkastningskravene på en korrekt måte.

For å beregne egenkapitalens virkelige verdi vil vi i konvergeringsprosessen sekvensielt oppdatere vektene i balansen helt til de to metodene konvergerer til ett felles verdiestimat.

Konvergeringsprosessen fungerer på følgende måte:

I steg 0 beregner man to verdiestimer på egenkapitalen ved å bruke egenkapital- og selskapskapitalmetodene. Egenkapital- og selskapskapitalmetodene vil i dette steget bruke balansestørrelsene fra fremtidsbudsjettet til å vekte avkastningskravene. (Det var dette som ble gjort for å finne verdiestimatene i tabell 11.1 og 11.2). Man regner så ut gjennomsnittet av de to verdiestimatene for å finne et nytt verdiestimat på egenkapitalen. Vår gjennomsnittlige egenkapitalverdi fra beregningen i tabell 11.1 og 11.2 var:

$$\frac{6\,871\,237\,000 + 3\,706\,586\,000}{2} = \text{NOK } 5\,288\,911\,000$$

I steg 1 gjennomfører man så to nye beregninger av egenkapitalen ved bruk av egenkapital- og selskapskapitalmetodene, men denne gangen vekter man avkastningskravene ved bruk av egenkapitalverdien man fant i steg 0. Dette gir så to nye verdiestimer på egenkapitalverdien. Som i steg 0 beregner man et gjennomsnitt av disse to verdiestimatene som man bruker til å vekte avkastningskravene med i steg 2.

Denne prosessen gjentas videre slik at man i steg N alltid vekter avkastningskravene med gjennomsnittsverdien på egenkapitalen man fant i steg N-1. Man fortsetter prosessen helt til egenkapital- og selskapskapitalmetodene har konverget til ett felles verdiestimat.

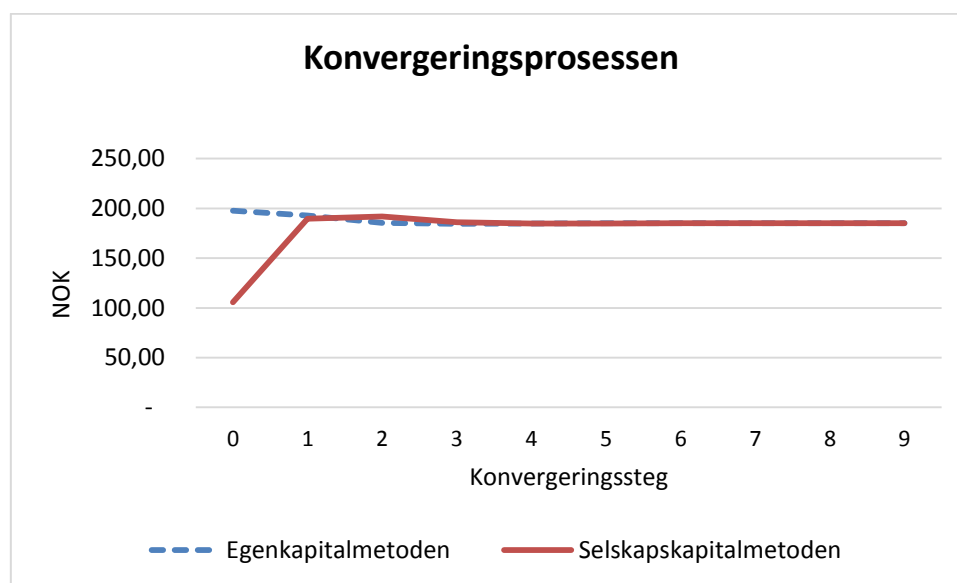
For utførelsen av konvergeringsprosessen ble Excel-modellen gitt av Knivsflå (2015) benyttet. For å bruke denne modellen setter man først inn verdiene man utarbeidet for fremtidsbudsjettet og avkastningskravene. Modellen tilpasses så for antall år fremtidsbudsjettet strekker seg over og terminalveksten man har valgt. Etter at justeringene har blitt gjort, utfører modellen selve konvergeringsprosessen.

Våre to verdiestimater konvergente på følgende måte: *

*For tabell 11.3 er verdiestimatene for egenkapitalen dividert på antall utestående aksjer slik at det er selve aksjekursene man ser konvergere. De to verdiestimatene konvergente til ett felles verdiestimat på Norwegians egenkapital på NOK 6,43 milliarder.

Tabell 11.3: Konvergering av Norwegians aksjekurs for egenkapital- og selskapskapitalmetoden.

Konvergeringssteg	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Egenkapitalmetoden	195,42	190,46	183,39	182,47	182,80	182,93	182,93	182,92	182,92	182,92
Selskapskapitalmetoden	105,41	187,69	189,68	183,81	182,60	182,80	182,92	182,93	182,92	182,92

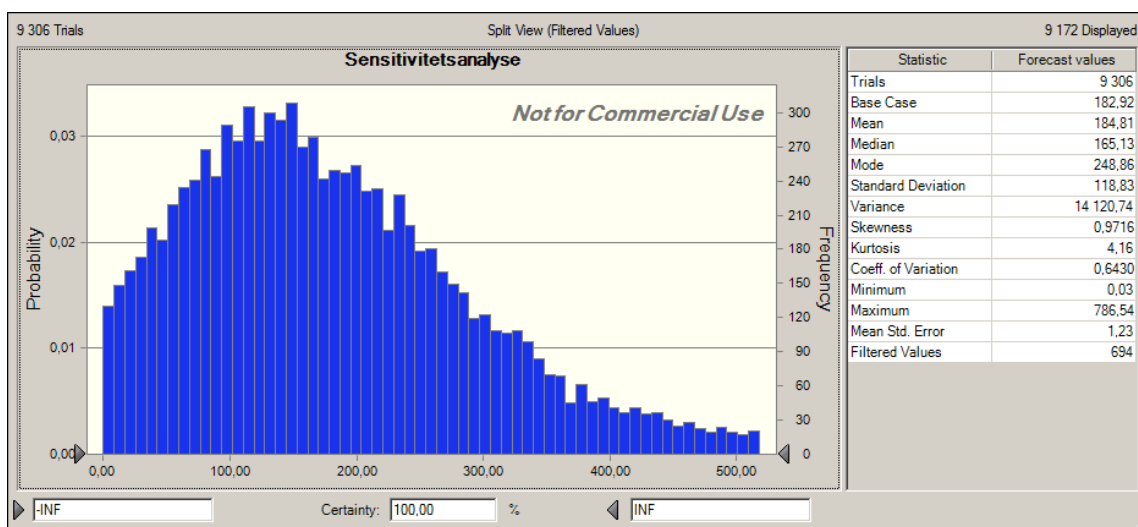


Figur 11.1: Konvergeringsprosess for egenkapital- og selskapskapitalmetoden fra Excel-arket til Knivsflå (2015).

Tabell 11.3 viser at egenkapital- og selskapskapitalmetodene konvergerer mot en aksjekurs for Norwegian på NOK 182,92 NOK. Dette er 20,0 % lavere en aksjekursen på NOK 228,70, som var aksjekursen 16.02.2015 da informasjonsgrensedatoen ble satt.

11.5 Usikkerhet i verdiestimatet

For å beregne usikkerheten i verdiestimatet vårt benyttes et tilleggsprogram til Microsoft Excel kalt Crystal Ball. Crystal Ball gjør det mulig å utføre simuleringer på Excel-modeller slik at man kan få en distribusjon i verdiestimatet basert på endringer i inndataene. For å konstruere distribusjonen utfører Crystal Ball tusenvis av simuleringer hvor den endrer på inn-faktorene i modellen for å beregne endringene det fører til i verdiestimatet. For distribusjonsmodellen ble nedre grense satt til 0 ettersom aksjepriser under dette representerer konkurs. Øvre grense ble satt til 800 ettersom det var en sum tilnærmet fire ganger det originale verdiestimatet. Distribusjonen til verdiestimatet presenteres i figur 11.2.



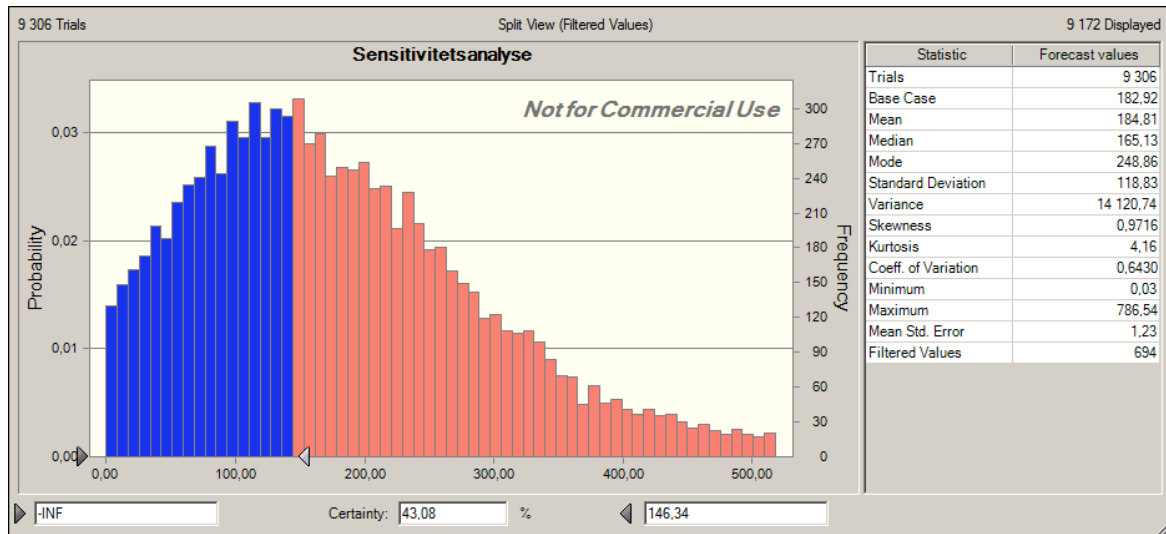
Figur 11.2: Distribusjonen til verdiestimatet fra Crystal Ball i Microsoft Excel.

Som det fremgår av figur 11.2 har Crystal Ball beregnet variasjonskoeffisienten (coefficient of variation) til distribusjonen. Variasjonskoeffisienten måler den relative spredningen i datasettet. I distribusjonen for verdiestimatet på NOK 182,92 har variasjonskoeffisienten blitt målt til 64,3 %. Variasjonskoeffisienten til Norwegians faktiske aksjekurs fra 01.01.2009 til 31.12.2014 ble beregnet til å være 50,3 %, slik at dette fremstår som en relativt rimelig verdi.

Norwegians kortsiktige konkurssannsynlighet er representert ved opphopingen i verdiestimatet på NOK 0. Crystal Ball har som figur 11.2 viser beregnet denne til å være like over 1 %. Det samsvarer med BB-ratingen vi ga Norwegian for beregning av fremtidens avkastningskrav i kapittel 10. BB-rating tilsier en kortsiktig konkurssannsynlighet på 1 %. (Knivsflå, 2015).

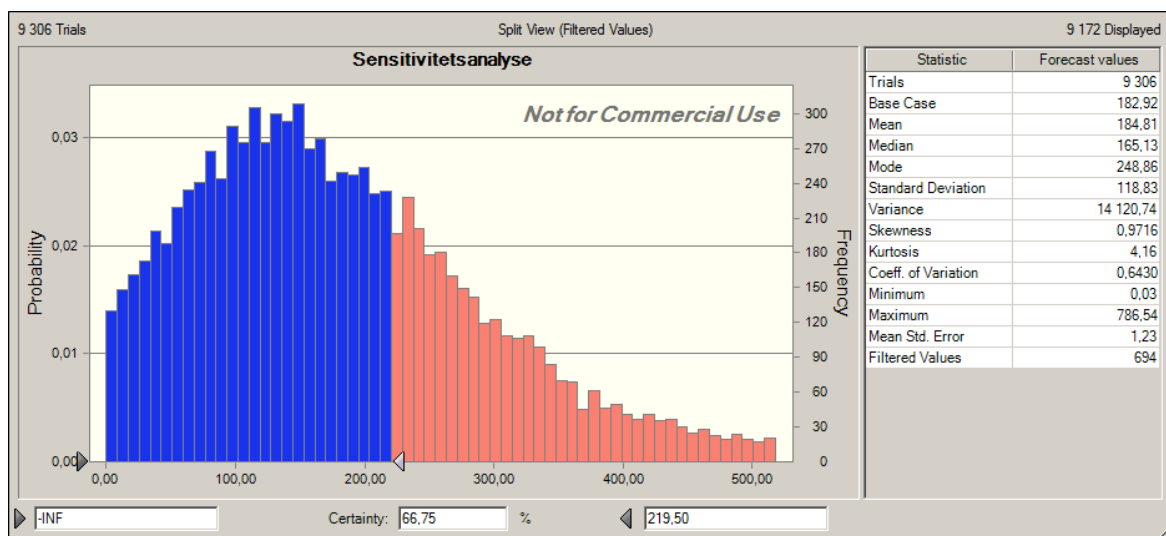
Ved å analysere distribusjonen Crystal Ball har produsert kan man også se aksjekursens opp- og nedsiderisiko. Oppsiderisikoen er sannsynligheten for at aksjekursen skal bli 120 % eller

høyere av verdiestimatet. Nedsiderisikoen er sannsynligheten for at aksjekursen skal bli 80 % eller lavere av verdiestimatet. Nedsiderisiko og oppsiderisiko er beregnet i figur 11.3 og 11.4.



Figur 11.3: Nedsiderisiko for Norwegian-aksjen fra Crystal Ball i Microsoft Excel.

Figur 11.3 viser at nedsiderisikoen – at aksjekursen blir NOK 146,34 eller lavere – er 43,08 %.



Figur 11.4: Oppsiderisiko for Norwegian-aksjen fra Crystal Ball i Microsoft Excel. Figuren for oppsiderisiko er beregnet omvendt av nedsiderisiko, slik at oppsiderisikoen er $1 - \text{certainty}$.

Figur 11.4 viser at oppsiderisikoen – at aksjekursen blir NOK 219,50 eller høyere – er 33,25 %. Aksjens nedsiderisiko er altså betraktelig større enn oppsiderisikoen.

11.6 Sensitivitetsanalyse

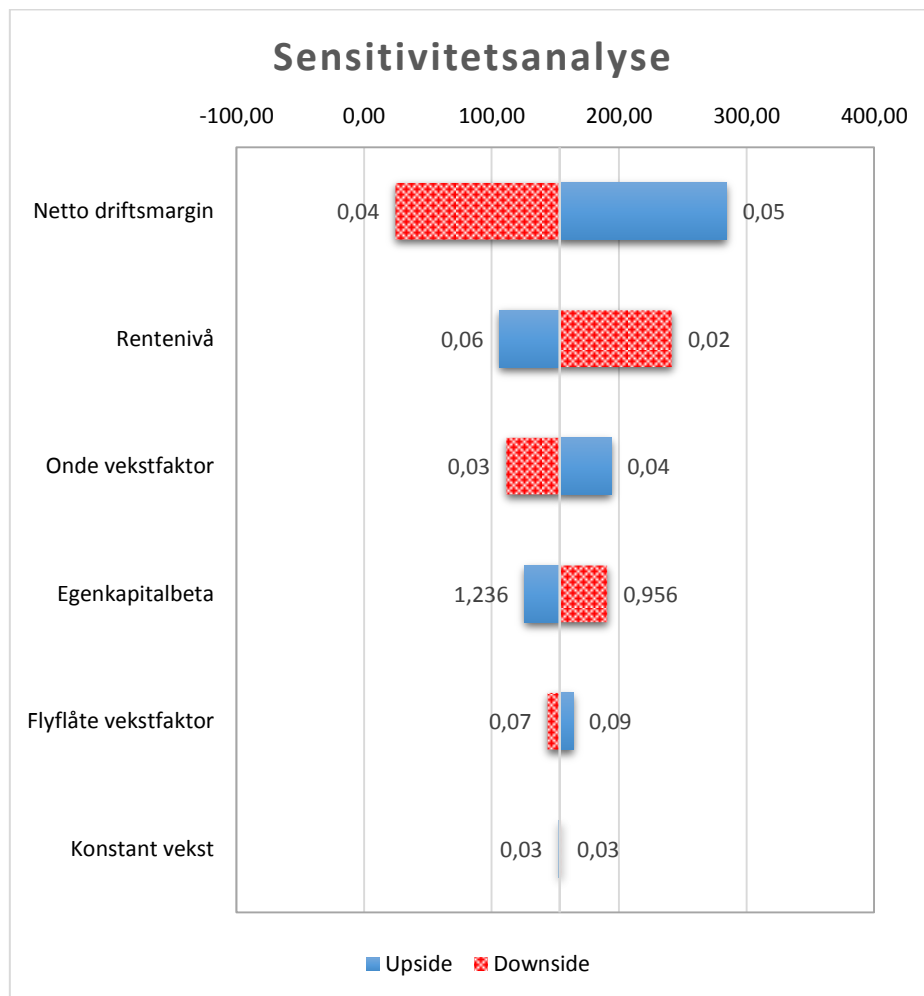
Crystal Ball gjør det også mulig å utføre en sensitivitetsanalyse på det beregnede verdiesestimater. Sensitiviteten i verdiesestimater ble vurdert ut fra endringer i faktorene netto driftsmargin, rentenivå, veksten i omløpet til netto driftseiendeler, flyflåtevekst og terminalvekstraten for flybransjen. For denne analysen ble det antatt at alle faktorene utenom rentenivået var normalfordelt. For rentenivået ble det antatt en uniform fordeling mellom halvparten av vårt estimerte NIBOR-nivå til det dobbelte (1,7 % - 6,8 %). Dette ble gjort for å se hvilket utslag en stor økning i rentenivået (og dermed avkastningskravene) ville ha på aksjekursen.

Tabell 11.4 viser faktorene som ga Norwegians aksje en verdi på NOK 182,92. Disse verdiene representeres ved den vertikale linje i sensitivitetsanalysen i figur 11.5.

Tabell 11.4: Faktorene som inngår i basisverdsettelsen av Norwegian på NOK 182,92 per aksje.

Faktor	Verdi
Netto driftsmargin	4,5 %
Rentenivå NIBOR	3,4 %
Omløp til netto driftseiendeler (onde) vekstfaktor	3,5 %
Egenkapitalbeta	1,096
Flyflåte vekstfaktor	8,0 %
Konstant vekst flybransje	3,1 %
Estimert aksjeverdi i NOK	182,92

Resultatet fra sensitivitetsanalysen presenteres i figur 11.5. Figuren viser hvordan aksjekursen endrer seg ved endring i én av faktorene alt annet like.



Figur 11.5: Sensitivitetsanalyse for Norwegian-aksjen fra Crystal Ball i Microsoft Excel. Den sentrale vertikale linjen er opprinnelig verdi per aksje på NOK 182,92. Søylene viser endringer i aksjekursen ved endringer i de forskjellige faktorene. Blå søyler viser hvordan en økning i faktoren påvirker aksjekursen. Røde søyler viser hvordan en nedgang i faktoren påvirker aksjekursen.

Figur 11.5 viser at Norwegians aksjekurs er klart mest sensitiv til selskapets netto driftsmargin. Netto driftsmargin er netto driftsresultat dividert på driftsinntekter. Dersom netto driftsmargin er 5 % i stedet for vårt anslag på 4,5 %, vil aksjekursen stige til nærmere NOK 300. Dersom Norwegian derimot bare oppnår netto driftsmargin på 4 % i fremtidsbudsjettet, vil aksjen være verdt i underkant av NOK 50.

Norwegian-aksjen er også sensitiv til rentenivået, men den relative størrelsen på sensitiviteten vist i figur 11.5 er litt misvisende ettersom det ble modellert mye større variasjon i rentenivået

enn for de andre faktorene. Lavere rente øker aksjeverdien fordi avkastningskravet reduseres, mens høyere rente reduserer aksjeverdien fordi avkastningskravet øker.

Omløpet til netto driftseiendeler (onde) er driftsinntekter dividert på netto driftseiendeler, altså driftsinntekter per krone investert. Dersom vekstfaktoren for omløpet til netto driftseiendeler øker fra vårt anslag på 3,5 % til 4 %, vil aksjekursen nærme seg NOK 200. En reduksjon i omløp av netto driftseiendeler til 3 % vil svekke aksjekursen til nesten NOK 100.

Egenkapitalbeta er aksjens systematiske risiko i forhold til markedsporteføljens risiko. Egenkapitalbeta vil påvirke aksjekursen negativt ved en økning, og positivt ved en nedgang. Vår egenkapitalbeta ble beregnet til 1,096. En økning til 1,236 vil redusere aksjekursen til ca. NOK 125, mens en reduksjon til 0,956 vil øke aksjekursen til nesten NOK 200.

Vekstfaktoren i flyflåten er av mindre betydning for aksjekursen. Denne faktoren ble estimert til 8 %. En nedgang i vekstfaktoren til 7 % vil føre til en marginal nedgang i aksjekursen. Motsatt vil en oppgang i vekstfaktoren til 9 % føre til en marginal økning i aksjekursen.

Den siste faktoren som påvirker vårt verdiestimat er flybransjens konstante vekst. Vår budsjetterte konstante vekst var 3,1 %. En liten økning vil påvirke aksjekursen marginalt positivt, mens en liten nedgang vil påvirke aksjekursen marginalt negativt.

Faktorene som har størst betydning for Norwegians aksjepris er altså netto driftsmargin og rentenivå. Utenom disse to faktorene er utviklingen i Norwegians omløp av netto driftseiendeler og egenkapitalbeta mest avgjørende for selskapets aksjepris. Vekstfaktor i flyflåte og konstant vekst i flybransjen er av mindre betydning for Norwegians aksjepris.

11.7 Oppsummering verdiestimat

Egenkapitalmetodene ga et verdiestimat på Norwegians egenkapital på 6,9 milliarder kroner. Dette ga et verdiestimat på NOK 195,42 per aksje. Selskapskapitalmetodene ga et verdiestimat på Norwegians egenkapital på 3,7 milliarder kroner. Dette ga et verdiestimat på NOK 105,41 per aksje.

Etter å ha kjørt begge metodene gjennom en konvergeringsprosess der avkastningskravene ble sekvensielt vektet med oppdaterte balansevekter, konvergente de to metodene til en aksjekurs for Norwegian på NOK 182,92. Denne summen er 20,0 % lavere enn aksjekursen var på informasjonsgrensedatoen 16.02.2015, da aksjen ble handlet for NOK 228,70 på Oslo Børs.

Usikkerhetsanalysen viste at verdiestimatet på NOK 182,92 har betraktelig større nedsiderisiko enn oppsiderisiko. Sensitivitetsanalysen viste at netto driftsmargin er faktoren som har klart størst betydning for aksjekursen, og at verdiestimatet er veldig sensitivt til endringer i denne.

12. Komparativ verdsettelse

I dette kapitlet utføres en komparativ verdsettelse av Norwegian for å sammenligne med – og vurdere rimeligheten av – verdiestimatet som ble beregnet i kapittel 11.

I en komparativ verdsettelse verdsetter man ikke et selskap ut fra en undersøkelse av selskapets evne til å generere fremtidige kontantstrømmer, risikoprofil eller vekstpotensial, men basert på hvordan lignende selskaper er priset i markedet.

Ved å produsere multipler basert på inntjening, bokverdier eller driftsinntekter av selskapet man skal verdsette, og de selskaper selskapet skal sammenlignes med, får man standardiserte forholdstall som kan brukes til å vurdere prissettingen av selskapet.

Ved å kun sammenligne prisene til relativt like selskaper tar man indirekte hensyn til faktorer som kontantstrømmer, risikoprofil og vekstpotensial. Å finne gode selskaper å sammenligne med er vanskelig fordi ingen selskaper er identiske, og selv selskaper i samme bransje vil variere når det kommer til underliggende fundamentale forhold, men jo likere selskapene er, desto større innsikt vil den komparative verdsettelse gi om riktigheten av prisingen (Damodaran, 2002, kap. 17, s. 2).

Komparativ verdsettelse er både enklere å utføre og forstå enn fundamental verdsettelse, og er derfor mye brukt ved verdsettelse av selskaper. Ettersom basisen for verdsettelsen er en sammenligning av multipler blant selskap i samme bransje, vil også en komparativ verdsettelse bedre reflektere «stemningen» i markedet for den bransjen. I et marked hvor én bransje gjør det særlig godt på børsen (f.eks. internetselskaper på NASDAQ-børsen mot slutten av 90-tallet) vil en relativ verdsettelse vise verdier som står i stil til markedssentimentet bedre enn hva en fundamental verdsettelse vil gjøre. Denne styrken til komparativ verdsettelse er også dens svakhet fordi markedssentimentet kan vise seg å være fullstendig frakoblet fra de fundamentale realitetene i selskapene – noe som viste seg å være tilfellet med mange av internetselskapene på slutten av 90-tallet (Hon, Strauss & Yong, 2007).

Et annet problematisk aspekt ved komparativ verdsettelse er at en analytiker relativt enkelt kan, ved å velge de «rette» multiplene og selskapene det sammenlignes med, nærmest rettferdiggjøre enhver verdsettelse.

For å vurdere verdiestimatet av Norwegian beregnet i kapittel 11, utføres en komparativ verdsettelse av Norwegian hvor selskapets multipler sammenlignes med vår komparative bransjes multipler. Som tidligere nevnt består vår komparative bransje av SAS, Lufthansa, KLM, Air Berlin, Ryanair og EasyJet, i tillegg til Norwegian. KLM har imidlertid blitt utelatt fra den komparative verdsettelsen ettersom selskapet ikke har en egen børskurs, men inngår som en del av børskursen til morselskapet Air France-KLM.

12.1 Multipler

Multiplene for vår komparative verdsettelse er pris/bok og estimert verdi/salg. Ettersom Norwegian hadde både negativt drifts- og årsresultat i 2014 har vi ikke kunnet benytte oss av inntektsmultipler.

Datagrunnlaget for utregningen av multiplene er presentert i tabell 12.1 og 12.2. Tabell 12.1 viser markedsverdien til selskapene i vår komparative bransje per 16.02.2015. Markedsverdien er beregnet ved å multiplisere selskapenes utestående aksjer per 16.02.2015 med aksjekursen, og eventuelt valutakurs for selskaper notert på utenlandske børser. For SAS benyttes børskursen fra Oslo Børs, mens for de resterende selskapene benyttes børskursen fra børsen i landet selskapet er registrert i. Aksjekurs, valutakurs og antall utestående aksjer er hentet fra Yahoo! Finance.

Tabell 12.1: Markedsverdi av egenkapital for Norwegian, Ryanair, EasyJet, SAS, Lufthansa og Air Berlin per 16.02.2015. Tall fra finance.yahoo.com (2015a, 2015b, 2015c, 2015d, 2015e, 2015f).

Dato	16.02.2015	16.02.2015	16.02.2015	16.02.2015	16.02.2015	16.02.2015
Aktør	Norwegian	Ryanair	EasyJet	SAS	Lufthansa	Air Berlin
Aksjekurs	228,70	9,60	16,92	16,50	13,68	1,07
Valuta	NOK	EUR	GBP	NOK	EUR	EUR
Valutakurs	1,000	8,628	11,643	1,000	8,628	8,628
Aksjekurs i NOK	228,70	82,82	197,05	16,50	118,03	9,23
Utestående aksjer (1000)	35 162	1 383 238	396 857	329 000	462 772	116 800
Markedsverdi av egenkapital i NOK (1000)	8 041 581	114 566 605	78 202 483	5 428 500	54 618 928	1 078 243

For å utføre den komparative analysen benyttes regnskapsverdier hentet fra de omgrupperte og justerte regnskapstallene fra kapittel 5. Disse presenteres i tabell 12.2.

Tabell 12.2: Regnskapstall for Norwegian, Ryanair, EasyJet, SAS, Lufthansa og Air Berlin i 2014. Tall fra selskapenes års- og kvartalsrapporter 2014.

Aktør	Norwegian	Ryanair	EasyJet	SAS	Lufthansa	Air Berlin
Resultat						
Driftsinntekter	19 540 000	45 534 480	52 342 680	36 105 700	271 299 440	30 561 872
Driftsres. før renter, skatt og avskrivninger	-662 400	10 183 560	13 340 210	1 497 200	2 947 040	-1 521 485
Driftsresultat	-1 410 500	5 953 744	9 522 110	126 350	-10 721 440	-2 149 343
Netto driftsresultat	-770 254	5 333 369	8 084 468	1 029 037	-7 507 964	363 037
Nettoresultat til egenkapital	-1 067 145	4 664 461	7 875 810	1 629 210	-9 806 116	-2 330 793
Balanse						
Kontanter	1 920 953	15 640 104	4 905 680	3 528 300	8 615 120	1 878 190
Egenkapital	2 128 300	29 703 632	25 130 040	4 661 650	36 440 240	-1 566 659
+ Netto finansiell gjeld	11 272 800	-330 864	-5 056 090	12 001 625	28 909 920	4 290 276
= Netto driftskapital	13 401 100	29 372 768	20 073 950	16 663 275	65 350 160	2 723 617

Pris/bok

Pris/bok sammenligner markedsprisen av selskapets aksjer med selskapets bokførte verdi av egenkapital per aksje (Damodaran, 2002, kap. 19, s. 1).

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Bokverdien av egenkapital per aksje}}$$

Bokverdien av egenkapitalen er forskjellen mellom bokverdien av selskapets eiendeler og gjeld og representerer selskapets netto eiendeler. Pris/bok-multippelen er derfor et mål på hvor mye investorer betaler for eierskap i selskapets netto eiendeler.

En problematisk side ved bruk av pris/bok-multippelen er at siden bokverdien til egenkapitalen nettopp er definert som forskjellen mellom eiendelene og gjelden, vil den være veldig påvirket av den metoden som benyttes for regnskapsføring. Eiendeler bokføres ofte til kost og avskrives deretter, mens gjeld ofte føres som verdien av det originale lånet. Den bokførte verdien av et selskaps eiendeler og gjeld kan derfor være veldig forskjellig fra faktisk markedsverdi. Dette er imidlertid ikke et så aktuelt problem for selskaper som benytter seg av International Financial Reporting Standards (IFRS), ettersom det er et regnskapsføringsrammeverk som vektlegger føring etter virkelig verdi.

Pris/bok er en populær multippel å bruke innen komparativ verdsettelse ettersom den gir et relativt stabilt, intuitivt mål av verdi. Gitt relativt lik regnskapsføringspraksis blant selskapene som sammenlignes (alle selskapene i vår komparative bransje benytter IFRS) vil pris/bok-

multipler gi en god indikasjon på over- og undervurdering av selskaper (Damodaran, 2002, kap. 19, s. 1). I tillegg kan selskaper med negativ inntjening sammenlignes ved bruk av pris/bok-multipler, noe som i vårt tilfelle er fordelaktig grunnet Norwegians negative inntjening i 2014.

Selskapenes pris/bok-forhold presenteres i tabell 12.3.

Tabell 12.3: Pris/bok for Norwegian, Ryanair, EasyJet, SAS, Lufthansa og Air Berlin per 16.02.2015.

Aktør	Norwegian	Ryanair	EasyJet	SAS	Lufthansa	Air Berlin
Pris per aksje i NOK	228,70	82,82	197,05	16,50	118,03	9,23
Bokførte aksjer (1000)	35 162	1 383 238	396 857	329 000	462 772	116 800
Bokført egenkapital (1000)	2 128 300	29 703 632	25 130 040	4 661 650	36 440 240	-1 566 659
Bokført egenkapital per aksje (NOK)	60,53	21,47	63,32	14,17	78,74	-13,41
= Pris per aksje / bokført EK per aksje	3,78	3,86	3,11	1,16	1,50	-0,69

Selskapene i vår komparative bransje har veldig varierende gjeldsgrader. Ettersom et selskaps kapitalstruktur vil påvirke dets pris/bok-forhold, kan sammenligningen mellom selskapenes pris/bok-forhold gjøres mer relevant ved å justere for forskjellene i selskapenes kapitalstruktur. Ved å justere pris/bok-forholdet for kapitalstruktur får man et «unlevered» pris/bok-forhold (Knivsflå, 2015).

For å beregne selskapenes «unlevered» pris/bok-forhold må man først beregne selskapenes virkelige verdi av netto driftskapital dividert på netto driftskapital. Dette gjøres ved å legge selskapets netto finansielle gjeldsgrad (finansiell gjeld dividert på finansielle eiendeler) til pris/bok-forholdet beregnet i tabell 12.3. Man dividerer så denne summen på selskapets netto finansielle gjeldsgrad pluss 1. Fra Knivsflå (2015) blir ligningen følgende:

$$\frac{\text{Virkelig verdi netto driftskapital}}{\text{Netto driftskapital}} = \frac{\left(\frac{\text{Pris}}{\text{bok}} + \text{netto finansiell gjeldsgrad}\right)}{(1 + \text{netto finansiell gjeldsgrad})}$$

Beregning av selskapenes virkelige verdi av netto driftskapital dividert på netto driftskapital vises i tabell 12.4.

Tabell 12.4: Beregning av virkelig verdi netto driftskapital/netto driftskapital for Norwegian, Ryanair, EasyJet, SAS, Lufthansa og Air Berlin per 16.02.2015.

Aktør	Norwegian	Ryanair	EasyJet	SAS	Lufthansa	Air Berlin	Snitt
Pris/bok + netto finansiell gjeldsgrad	9,08	3,85	2,91	3,74	2,29	-3,43	3,07
/ (1 + netto finansiell gjeldsgrad)	6,30	0,99	0,80	3,57	1,79	-1,74	1,95
= Virkelig verdi netto driftskapital / netto driftskapital	1,44	3,89	3,64	1,05	1,28	1,97	2,21

Norwegians «unlevered» pris/bok-forhold er så en funksjon mellom bransjens gjennomsnittlige virkelige verdi av netto driftskapital dividert på netto driftskapital, og Norwegians netto finansielle gjeldsgrad. Fra Knivsflå (2015) blir ligningen følgende:

$$\frac{\text{Unlevered pris}}{\text{Bok}} = \left(\frac{vndkB}{ndkB} \right) + \left(\left(\frac{vndkB}{ndkB} \right) - 1 \right) \cdot nfggN$$

der

vndkB = Bransjens virkelige verdi av netto driftskapital

ndkB = Bransjens netto driftskapital

nfggN = Norwegians netto finansielle gjeldsgrad

$$2,21 + (2,21 - 1) \cdot 1,44 = 4,91$$

Ligningen ovenfor gir et «unlevered» pris/bok-forhold for Norwegian på 4,91. For å beregne aksjeprisen dette bokforholdet tilsier, multipliseres pris/bok-forholdet med Norwegians bokførte egenkapital per aksje.

Unlevered pris/bok · bokført egenkapital per aksje = aksjepris

$$4,91 \cdot 60,53 = 297 \text{ kr per aksje}$$

Norwegians «unlevered» pris/bok-forhold gir en verdi på NOK 297 per aksje.

Estimert verdi/salg

Estimert verdi (EV)/salg er en inntektsmultiplere som måler markedsverdien av selskapet fratrukket kontantbeholdningen dividert på selskapets driftsinntekter. Estimert verdi/salg-multiplere blir beskrevet av Damodaran (2002, kap. 20, s. 1) som en mer robust multiplere enn den muligens mest brukte inntektsmultiplere pris/salg. Årsaken er at den er hva Damodaran kaller *intern* konsistent. Den interne konsistensen kommer av at estimert verdi/salg dividerer verdien av selskapskapitalen på selskapets inntekter. Pris/salg-multiplere dividerer verdien av egenkapitalen på selskapets inntekter. Hvor stor andel av selskapets inntekter egenkapitalen har «krav» på, avhenger i stor grad av selskapets gjeldsgrad. Pris/salg-multiplere gir dermed forholdstall som er dårlig egnet til å sammenligne selskaper med forskjellige gjeldsgrader (Damodaran, 2002, kap. 20, s. 2). Ettersom selskapene som utgjør vår komparative bransje har såpass varierende gjeldsgrader har vi derfor benyttet oss av estimert verdi/salg for denne analysen.

$$\frac{EV}{salg} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{netto finansiell gjeld} - \text{kotanter}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Selskapets markedsverdi er markedsverdien av selskapets egenkapital tillagt markedsverdien av selskapets gjeld. Basert på antagelsen om at effektive kapitalmarkeder vil gjøre det umulig å oppnå mer- eller mindreavkastning på finansielle eiendeler og gjeld, settes markedsverdien av selskapets gjeld til den justerte verdien av netto finansiell gjeld som ble utregnet i kapittel 5 (Damodaran, 2002, kap. 20, s. 1).

Årsaken til at man trekker verdien av selskapets kontanter fra markedsverdien av selskapet, er at inntektene som stammer fra disse kontantene (renteinntekter) ikke er med i telleren, hvor bare inntektene som stammer fra drift er inkludert.

Beregning av selskapenes estimerte verdi/salg utføres i tabell 12.5.

Tabell 12.5: Estimert verdi/salg for Norwegian, Ryanair, EasyJet, SAS, Lufthansa og Air Berlin per 16.02.2015, og beregning av Norwegians aksjeverdi basert på bransjesnittets estimerte verdi/salg.

Aktør	Norwegian	Ryanair	EasyJet	SAS	Lufthansa	Air Berlin	Snitt
Estimert verdi (1000)	17 393 428	98 595 637	68 240 713	13 901 825	74 913 728	3 490 329	
/ Driftsinntekter (1000)	19 540 000	45 534 480	52 342 680	36 105 700	271 299 440	30 561 872	
= Estimert verdi / driftsinntekter	0,89	2,17	1,30	0,39	0,28	0,11	0,86
Driftsinntekter Norwegian (1000)	19 540 000						
· Estimert verdi / driftsinntekter bransje	0,86						
= Estimert verdi Norwegian (1000)	16 721 475						
- Netto finansiell gjeld (1000)	11 272 800						
= Verdi av Norwegians egenkapital (1000)	5 448 675						
/ Norwegians utestående aksjer (1000)	35 162						
= Verdi per Norwegian-aksje	155						

Tabell 12.5 viser at estimert verdi/salg-multippelen gir Norwegian-aksjen en verdi på NOK 155.

12.2 Konklusjon komparativ verdsettelse

Resultatene fra den komparative verdsettelsen oppsummeres i tabell 12.6.

Tabell 12.6: Oppsummering komparativ verdsettelse av Norwegian per 16.02.2015.

Multipel	Estimert verdi/salg	Pris/bok	Snitt
Aksjekurs	297	155	226

Ved bruk av estimert verdi/salg-multipelen beregnet vi en aksjekurs for Norwegian på NOK 297, mens vi ved bruk av pris/bok-multipelen beregnet en aksjekurs for Norwegian på NOK 155. Disse to resultatene gir Norwegian-aksjen en gjennomsnittsverdi på NOK 226.

Prisen på NOK 226 er tilnærmet lik Norwegians aksjekurs fra 16.02.2015 på NOK 228,70. Basert på multiplene estimert verdi/salg og pris/bok ser det ut til at Norwegian er priset likt som vår komparative bransje, og at Norwegians aksjekurs dermed reflekterer markedssentimentet til flyselskapssektoren rimelig godt.

Sammenlignet med vår fundamentale verdsettelse fremstår verdiestimatet fra vår komparative verdsettelse, i likhet med den faktiske aksjekursen, som relativt dyr. Den komparative verdsettelsen indikerer at markedet er positivt innstilt til hele flyselskapssektoren. Markedssentimentet for sektoren kan derfor være en forklaring på den relativt høye verdsettelsen av Norwegian-aksjen sammenlignet med vår beregning av aksjens fundamentale verdi.

Som forklart i innledningen til kapittelet hadde vi ikke mulighet til å benytte oss av noen inntjeningsmultipler på grunn av Norwegians negative drifts- og årsresultat i 2014. En svakhet ved den komparative verdsettelse er dermed at den er basert på et lite antall multipler.

13. Konklusjon

Målet med denne masteroppgaven var å besvare problemstillingen: Kan Norwegians aksjekurs på NOK 228,70 per 16.02.2015 rettferdiggjøres basert på selskapets underliggende økonomiske forhold? På bakgrunn av svaret på problemstillingen skulle oppgaven gi en kjøp-, hold- eller salgsanbefaling av Norwegian-aksjen.

Vår fundamentale verdsettelse estimerte verdien av Norwegians egenkapital til NOK 6,43 milliarder, noe som gir et verdiestimat på Norwegian-aksjen på NOK 182,92. Den fundamentale verdsettelsen indikerer dermed at Norwegian-aksjen per 16.02.2015 var overpriset med omtrent 20 %. Svaret på oppgavens problemstilling blir dermed at Norwegians aksjekurs på NOK 228,70 per 16.02.2015 ikke kan rettferdiggjøres basert på våre undersøkelser av selskapets underliggende økonomiske forhold.

Den komparative verdsettelsen ga oss et verdiestimat på Norwegian-aksjen på NOK 226. Ettersom dette verdiestimatet er omtrent det samme som Norwegians faktiske aksjekurs per 16.02.2015 på NOK 228,70, viser det at markedet priset selskapene i vår komparative bransje relativt likt. Vi ser på dette som en indikasjon på at markedene er positivt innstilt til hele flyselskapssektoren, noe som kan være forklaringen på hvorfor markedet har priset Norwegian-aksjen høyere enn hva vår fundamentale verdsettelse av selskapet skulle tilsi.

Vi synes denne tilsynelatende optimismen er vanskelig å forklare ettersom flybransjen har en lang og dokumentert historie med vanskeligheter for å skape tilstrekkelig avkastning til sine investorer. Som vi konkluderte med i den strategiske analysen forventer vi at de vanskelige konkurranseforholdene i flybransjen vil intensiveres i fremtiden. Vi er riktignok overbeviste om at lavkostselskapene er flyselskapene som vil klare seg best i fremtidens flybransje, men Norwegian har en utfordring med at selskapets lavkostmodell ikke er like rendyrket som flere av deres konkurrenter. Vi tror dermed Norwegian vil ha problemer med å oppnå resultater på nivå med lavkostselskapene de konkurrerer mot.

Basert på vår fundamentale verdsettelse konkluderer oppgaven med en SALGS-anbefaling av Norwegian-aksjen.

Det er viktig å huske på at vårt estimat på Norwegians aksjepris er basert på en rekke antagelser om fremtiden. Spesielt under utregningen av fremtidsbudsjettet og de fremtidige avkastningskravene ble det brukt en stor grad av skjønn. Sensitivitetsanalysen viste også at

Norwegians aksjekurs er veldig sensitiv til flere faktorer, noe som gjør at forskjellige antagelser om disse faktorene vil kunne rettferdiggjøre forskjellige aksjekurser.

En kort notis om hendelser etter informasjonsgrensedatoen

Per dags dato (11.06.2015) er Norwegians aksjekurs over NOK 300. Vi mener det ikke har vært noen hendelser etter informasjonsgrensedatoen som kan rettferdiggjøre denne kraftige prisstigningen fra et fundamentalt perspektiv. Etter informasjonsgrensedatoen 16.02.2015 har Norwegian opplevd en pilotstreik som potensielt har kostet selskapet hundrevis av millioner av kroner, Ryanair har startet sine operasjoner fra Kastrup flyplass og Norwegian har enda ikke fått tillatelsen de venter på fra det amerikanske transportdepartementet. Siden informasjonsgrensedatoen har Norwegian også sluppet resultatet fra første kvartal 2015. Resultatet viste fortsatt stor vekst i driftsinntektene, selv om veksten var noe dempet på grunn av pilotstreiken (Norwegian, 2015c). Resultatet var imidlertid fortsatt svakt og viste et tap på 538 millioner kroner.

Ettersom det ikke har vært noen hendelser siden informasjonsgrensedatoen som fundamentalt endrer våre utsikter på Norwegians fremtid, mener vi vårt fundamentale verdiestimat på NOK 182,92 er en god indikasjon på aksjens verdi per dags dato (11.06.2015). Per 11.06.2015 vurderer vi dermed Norwegian-aksjen som veldig overpriset.

14. Litteraturliste

Bøker

Damodaran, A. (2002) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 2nd edition. New Jersey, John Wiley & Sons.

Johnson, G., Wittington, R. & Scholes, K. (2011) *Exploring Strategy*. 9th edition., New Jersey, Prentice Hall.

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2010) *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*. 5th edition. New Jersey, John Wiley & Sons.

Merryman, J. H. & Pérez-Perdomo, R. (2007) *The Civil Law Tradition: An Introduction to the Legal Systems of Europe and Latin America*. 3rd edition. California, Stanford University Press. Tilgjengelig fra:

https://books.google.no/books?hl=no&lr=&id=6OJf9CbGKTkC&oi=fnd&pg=PR11&dq=civil+law+&ots=yqZjJuy9as&sig=CHPdJwR9Eoiq05ATHCgrXdWUKgo&redir_esc=y#v=onepage&q=civil%20law&f=false

Års- og kvartalsrapporter

Air Berlin. (2015) *Annual Report 2014* [Internett], Air Berlin PLC & Co. Luftverkehrs KG. Tilgjengelig fra: <http://ir.AirBerlin.com/en/ir/financial-reports/interim-and-annual-reports/2014> [Lest 05.05.2015]

Air Berlin. *Årsrapport 2008-2013* [Internett], Air Berlin PLC & Co. Luftverkehrs KG. Tilgjengelig fra: <http://ir.AirBerlin.com/en/ir/financial-reports/interim-and-annual-reports/2015> [Lest 02.02.2015]

EasyJet. (2015) *Annual Report 2014* [Internett], EasyJet Airline Company Limited. Tilgjengelig fra: <http://corporate.easyjet.com/~media/Files/E/Easyjet-Plc-V2/pdf/investors/result-center-investor/annual-report-2014.pdf> [Lest 27.01.2015]

EasyJet. *Årsrapporter 2008-2013* [Internett], EasyJet Airline Company Limited. Tilgjengelig fra: http://corporate.easyjet.com/investors/reports-and-accounts.aspx?sc_lang=en [Lest 29.01.2015]

KLM. (2006) *KLM: 2005/2006 in review* [Internett], KLM Royal Dutch Airlines. Tilgjengelig fra: http://www.klm.com/corporate/en/images/Publieksverslag_2005-2006_EN_Part1-1_tcm729-336521.pdf [Lest 01.06.2015]

KLM. (2015) *Annual Report 2014* [Internett]. KLM Royal Dutch Airlines. Tilgjengelig fra: http://www.klm.com/corporate/en/images/KLM_annual_report_2014_tcm729-579492.pdf [Lest 13.04.2015]

KLM. *Årsrapporter 2008-2013* [Internett], KLM Royal Dutch Airlines. Tilgjengelig fra: <http://www.klm.com/corporate/en/publications/index.html> [Lest 04.02.2015]

Lufthansa. (2015) *Annual Report 2014* [Internett], Deutsche Lufthansa AG. Tilgjengelig fra: <http://investor-relations.lufthansagroup.com/en/finanzberichte/annual-report/2014.html> [Lest 07.05.2015]

Lufthansa. *Årsrapporter 2008-2013* [Internett], Deutsche Lufthansa AG. Tilgjengelig fra: <http://investor-relations.lufthansagroup.com/en/finanzberichte/annual-report/2014.html> [Lest 03.02.2015]

Norwegian. (2011) *Annual Report 2010* [Internett], Norwegian Air Shuttle ASA. Tilgjengelig fra: http://annualreport.norwegian.com/2010/pdf_version/annual_report_2010.pdf [Lest 19.01.2015]

Norwegian. (2014) *Annual Report 2013* [Internett], Norwegian Air Shuttle ASA. Tilgjengelig fra: <http://annualreport.norwegian.com/2013/> [Lest 19.01.2015]

Norwegian. (2015a) *Annual Report 2014* [Internett], Norwegian Air Shuttle ASA. Tilgjengelig fra: <http://www.norwegian.no/globalassets/global/english/aboutnorwegian/ir/doc/annualreports/nas-annual-report-2014.pdf> [Lest 01.06.2015]

Norwegian. (2015b) *Interim report: Norwegian Air Shuttle ASA – fourth quarter and full year 2014* [Internett], Norwegian Air Shuttle ASA. Tilgjengelig fra: <http://www.norwegian.no/globalassets/global/norway/omnorwegian/dokumenter/financialreports/interimreports/2014/nas---interim-report-q4.pdf> [Lest 16.02.2015]

Norwegian. (2015c) *Interim report: Norwegian Air Shuttle ASA – first quarter* [Internett], Norwegian Air Shuttle ASA. Tilgjengelig fra: <https://www.norwegian.no/globalassets/global/norway/omnorwegian/dokumenter/financialreports/interimreports/2015/norwegian-q115-report.pdf> [Lest 10.06.2015]

Norwegian. *Årsrapporter 2008-2012* [Internett], Norwegian Air Shuttle ASA. Tilgjengelig fra: <http://www.norwegian.no/om-norwegian/investor-relations/reports--presentations/annual-reports/> [Lest 29.01.2015]

Ryanair. (2014) *Annual Report 2014* [Internett], Ryanair Ltd. Tilgjengelig fra: <http://investor.ryanair.com/wp-content/uploads/2015/04/2014-Annual-Reports-Annual-Report.pdf> [Lest 27.01.2015]

Ryanair. *Årsrapporter 2008-2013* [Internett], Ryanair Ltd. Tilgjengelig fra: <http://investor.ryanair.com/results/> [Lest 30.01.2015]

SAS. (2014) *SAS Annual Report 2013* [Internett], Scandinavian Airlines AB. Tilgjengelig fra: <http://www.sasgroup.net/en/sas-annual-report-2013/> [Lest 26.01.2015]

SAS. (2015) *SAS Annual Report 2013/2014* [Internett], Scandinavian Airlines AB. Tilgjengelig fra: <http://www.sasgroup.net/en/sas-annual-report-20132014-2/> [Lest 26.01.2015]

SAS. *Årsrapporter 2008-2012* [Internett], Scandinavian Airlines AB. Tilgjengelig fra: <http://www.sasgroup.net/en/category/investor-relations/financial-reports/annual-reports/> [Lest 31.01.2015]

Forelesningsnotater

Knivsflå, K. H. (2015) *BUS440/MRR413A – Rekneskapsanalyse og verdivurdering*. Bergen:NHH.

Lover

Regnskapsloven. (1998) *Lov om årsregnskap m.v. av 17. juli 1998 nr. 56*. Tilgjengelig fra: https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56#KAPITTEL_4 [Lest 30.03.2015]

Artikler/publikasjoner

Airbus. (2013) *Global Market Forecast 2013-2032* [Internett], Airbus. Tilgjengelig fra: https://www.google.no/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=7&cad=rja&uact=8&ved=0CDMQFjAGahUKEwj5nbioqI3GAhVMjCwKHfkAPA&url=https%3A%2F%2Fwww.airbusgroup.com%2Fdam%2Fassets%2Fairbusgroup%2Fint%2Fen%2Finvestor-relations%2Fdocuments%2F2013%2FAirbus_Global_Market_Forecast_2013-2032_-_full_book.pdf&ei=dXh8VbmPG8yYsgH5yYCADw&usg=AFQjCNEb2_TNStKPWD8Y40dTkmoSzwi5Hw&sig2=2E_uNE0bIKw1CVeTq1bp2w&bvm=bv.95515949,d.bGg
[Lest 03.05.2015]

Barton, C., Haywood, J., Jhunjunwala, P. & Bhatia, V. (18.03.2013) *Traveling with Millennials* [Internett], Boston, Boston Consulting Group. Tilgjengelig fra: https://www.bcgperspectives.com/content/articles/transportation_travel_tourism_consumer_in_sight_traveling_with_millennials/#chapter1 [Lest 25.04.2015]

Blalock, G., Kadiyali, V. & Simon, D. H. (2007) *The Impact of Post-9/11 Airport Security Measures on the Demand for Air Travel*. Tilgjengelig fra: http://dyson.cornell.edu/faculty_sites/gb78/wp/JLE_6301.pdf [Lest 02.04.2015]

Boeing. (2014) *Current Market Outlook* [Internett], Boeing. Tilgjengelig fra: http://www.boeing.com/assets/pdf/commercial/cmo/pdf/Boeing_Current_Market_Outlook_2014.pdf [Lest 03.05.2015]

Bombardier. (2014) *Market Forecast 2014-2033* [Internett]. Tilgjengelig fra: http://www.bombardier.com/content/dam/Websites/bombardiercom/supporting-documents/BA/Bombardier-Aerospace-20140717-Commercial-Aircraft-Market-Forecast_2014-33.pdf [Lest 04.05.2015]

Borenstein, S. (2011) *On the Persistent Financial Losses of U.S. Airlines: A Preliminary Exploration* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.nber.org/papers/w16744>
[Lest 27.01.2015]

Embraer. (2014) *Market Outlook 2014-2033* [Internett], Embraer Commercial Aviation. Tilgjengelig fra: http://www.embraercommercialaviation.com/MarketInfo/VPC_MktOutlook_2014.pdf
[Lest 03.05.2015]

Hon, M. T., Strauss, J. K. & Yong, S. K. (2007) Deconstructing the Nasdaq bubble: A look at contagion across international stock markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* [Internett], volume 17. Tilgjengelig fra:

<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1042443105000740?np=y>

[Lest 02.06.2015]

IATA. (2014a) *Annual Review 2014* [Internett], International Air Transport Association.

Tilgjengelig fra:

<http://www.iata.org/publications/documents/iata-annual-review-2014-en.pdf>

[Lest 26.02.2015]

IATA. (2014b) *Economic Performance of the Airline Industry* [Internett], International Air Transport Association [IATA]. Tilgjengelig fra:

<http://www.iata.org/whatwedo/documents/economics/iata-economic-performance-of-the-industry-end-year-2014-report.pdf> [Lest 26.02.2015]

IATA. (2015) *Jet Fuel Price Development* [Internett], International Air Transport Association. Tilgjengelig fra:

<http://www.iata.org/publications/economics/fuel-monitor/Pages/price-development.aspx>

[Lest 05.05.2015]

InterVISTAS. (28.12.2007) *Estimating Air Travel Demand Elasticities* [Internett].

InterVISTAS Consulting Inc. Tilgjengelig fra:

http://www.iata.org/whatwedo/documents/economics/intervistas_elasticity_study_2007.pdf

[Lest 12.03.2015]

Johnson, B. (2014) *Airline Cost Management through Operations Planning and Control*

[Internett], IATA. Tilgjengelig fra:

<http://www.iata.org/whatwedo/workgroups/documents/acc-2014-gva/occ-1-opening.pdf>

[Lest 04.04.2015]

Konkurransetilsynet. (07.03.2012) *Evaluering av grunnlaget for forskrift om forbud mot bonusprogram i inneriks luftfart – Høringsnotat* [Internett], regjeringen.no. Tilgjengelig fra:

https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fad/vedlegg/konkurransopolitikk/flybonus/flybonus_horingsnotat_off.pdf [Lest 17.02. 2015]

Lacy, M., Carroll, H. & Church, T. (20.04.2009) *Strategic Report for US Airways* [Internett], Oasis Consulting. Tilgjengelig fra:

<http://economics-files.pomona.edu/jlikens/SeniorSeminars/oasis/reports/LCC.pdf>

[Lest 02.02.2015]

Lester, S. (2011) *The problems of subsidies as a means of protectionism: Lessons from the WTO EC – Aircraft case* [Internett], Social Science Research Network. Tilgjengelig fra:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1966786 [Lest 05.03.2015]

NHO Luftfart. (2012) *Luftens kollektivtransport – en rapport om norsk luftfarts samfunnsbidrag* [Internett], NHO Luftfart. Tilgjengelig fra:

http://nholuftfart.no/getfile.php/Dokumenter/Publikasjoner/NHO_Luftfart_web_oppslag.pdf

[Lest 11.04.2015]

O’Connell, J. F. & Williams, G. (2005) *Passengers’ perceptions of low cost airlines and full service carriers - A case study involving Ryanair, Aer Lingus, Air Asia and Malaysia Airlines*

[Internett]. Tilgjengelig fra: <http://core.ac.uk/download/pdf/140927.pdf> [Lest 17.04.2015]

Pearce, B. (2013) *Profitability and the air transport value chain* [Internett]. IATA Economics Briefing no. 10. Tilgjengelig fra:

<https://www.iata.org/whatwedo/Documents/economics/profitability-and-the-air-transport-value%20chain.pdf> [Lest 01.02.2015]

Sharpenseel, M. F. (2001) *Consequences of E.U. Airline Deregulation in the Context of the Global Aviation Market. Northwestern Journal of International Law & Business* [Internett],

Volume 22. Tilgjengelig fra:

<http://scholarlycommons.law.northwestern.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1543&context=njilb> [Lest 02.04.2015]

Slaubaugh, M. D., Pollock, K. S. & Schmelzle, G. (2004) *Teaching Current and Quick Ratios Rules of Thumb* [Internett], Indiana University-Purdue University Fort Wayne.

Tilgjengelig fra:

http://college.cengage.com/accounting/resources/instructors/air/spring_2004/slaubaugh.html

[Lest 05.05.2015]

TNS Gallup. (2014) *TNS Gallups Syndikerte omdømmemåling – Omdømmeindekser 2014* [Internett], TNS Gallup. Tilgjengelig fra:

<http://www.tns-gallup.no/radgivningsekspertise/kunde-medarbeider-og-omdommeutvikling/omdommemalingen-2014> [Lest 10.03.2015]

Wernerfelt, B. (1984) *A Resource-Based View of the Firm* [Internett], Strategic Management Journal, John Wiley & Sons. Tilgjengelig fra:

[http://www1.ximb.ac.in/users/fac/Amar/AmarNayak.nsf/dd5cab6801f1723585256474005327c8/456e5a8383adcf07652576a0004d9ba5/\\$FILE/RBV.pdf](http://www1.ximb.ac.in/users/fac/Amar/AmarNayak.nsf/dd5cab6801f1723585256474005327c8/456e5a8383adcf07652576a0004d9ba5/$FILE/RBV.pdf) [Lest 07.04.2015]

Internettkilder

airberlin.com. (2015) *About Air Berlin* [Internett], Air Berlin PLC & Co. Luftverkehrs KG. Tilgjengelig fra: <http://ir.Air Berlin.com/en/about-Air Berlin> [Lest 07.02.2015]

Amland, B. H. (25.02.2012) *Norwegian carrier orders 122 Boeing jets, 100 from Airbus* [Internett], Seattle, The Seattle Times. Tilgjengelig fra:

<http://www.seattletimes.com/business/norwegian-carrier-orders-122-boeing-jets-100-from-airbus/> [Lest 05.05.2015]

Armstrong, A. (12.02.2015) *Timeline: Ryanair vs Aer Lingus – the decade long battle of the Irish airlines* [Internett], London, The Telegraph. Tilgjengelig fra:

<http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/transport/11408325/Timeline-Ryanair-vs-Aer-Lingus-the-decade-long-battle-of-the-Irish-airlines.html> [Lest 15.02.2015]

aviationbenefits.org. (2015a) *Aviation and climate change* [Internett]. Tilgjengelig fra:

<http://aviationbenefits.org/environmental-efficiency/aviation-and-climate-change/> [Lest 11.04.2015]

aviationbenefits.org. (2015b) *Our climate plan* [Internett]. Tilgjengelig fra:

<http://aviationbenefits.org/environmental-efficiency/aviation-and-climate-change/our-climate-plan/> [Lest 13.02.2015]

Backman, J. & Matlack, C. (12.02.2015) *Budget Airlines Shop the World for Cheaper Pilots* [Internett], Bloomberg Business. Tilgjengelig fra:

<http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-02-12/budget-airlines-shop-the-world-for-cheaper-pilots> [Lest 01.06.2015]

Bender, A. (09.09.2014) *Airline Profits Are Up, Thanks To Everything But Airfares* [Internett], Forbes. Tilgjengelig fra: <http://www.forbes.com/sites/andrewbender/2014/09/09/airline-profits-are-up-thanks-to-everything-but-airfares/> [Lest 23.04.2015]

Bloomberg. (2015a) *Market Data* [Internett], Bloomberg Business. Tilgjengelig fra: <http://www.bloomberg.com/quote/NAS:NO> [Lest 05.03.2015]

Bloomberg. (2015b) *Market Data* [Internett], Bloomberg Business. Tilgjengelig fra: <http://www.bloomberg.com/quote/RYA:ID> [Lest 05.03.15]

Bloomberg. (2015c) *Market Data* [Internett], Bloomberg Business. Tilgjengelig fra: <http://www.bloomberg.com/quote/EZJ:LN> [Lest 05.03.2015]

Bloomberg. (2015d) *Market Data* [Internett], Bloomberg Business. Tilgjengelig fra: <http://www.bloomberg.com/quote/SAS:SS> [Lest 05.03.15]

Bloomberg. (2015e) *Market Data* [Internett], Bloomberg Business. Tilgjengelig fra: <http://www.bloomberg.com/quote/LHA:GR> [Lest 19.03.15]

Bloomberg. (2015f) *Market Data* [Internett], Bloomberg Business. Tilgjengelig fra: <http://www.bloomberg.com/quote/ab1:gr> [Lest 05.03.2015]

Bragg, S. (2015) *Other Comprehensive Income* [Internett], AccountingTools.com. Tilgjengelig fra: <http://www.accountingtools.com/other-comprehensive-income> [Lest 19.03.2015]

Bridger, R. (08.07.2013) *European governments bail out national airlines* [Internett], Airportwatch. Tilgjengelig fra: <http://www.airportwatch.org.uk/2013/09/some-details-of-how-much-european-governments-bail-out-failing-national-airlines/> [Lest 17.03.2015]

businessideaslab.com. (2015) *How Richard Branson Made His Billions* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://businessideaslab.com/richard-branson/> [Lest 22.05.2015]

CAPA. (03.04.2015) *Europe's airlines underachieve in profit margins, but LCCs typically perform better than FSCs* [Internett], Center for Asia Pacific Aviation [CAPA]. Tilgjengelig fra: <http://centreforaviation.com/analysis/europes-airlines-underachieve-in-profit-margins-but-lccs-typically-perform-better-than-fscs-217527> [Lest 04.06.2015]

congress.gov. (1978) *Airline Deregulation Act* [Internett]. Tilgjengelig fra:
<https://www.congress.gov/bill/95th-congress/senate-bill/2493> [Lest 02.04.2015]

cph.dk. (29.10.2014) *Ryanair coming to Copenhagen* [Internett], Københavns Lufthavne A/S.
Tilgjengelig fra: <https://www.cph.dk/en/about-cph/press/news/ryanair/> [Lest 22.04.2015]

easyjet.com. (2015) *About us* [Internett], EasyJet Airline Company Limited. Tilgjengelig fra:
http://corporate.EasyJet.com/about-EasyJet.aspx?sc_lang=en [Lest 06.02.2015]

ECB. (2015) *Real GDP growth forecasts* [Internett], European Central Bank. Tilgjengelig fra:
http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/table_hist_rgdp.en.html
[Lest 10.05.2015]

EU. (18.11.2008) *Common rules for the operation of air services* [Internett], European Union.
Tilgjengelig fra: http://europa.eu/legislation_summaries/transport/air_transport/tr0008_en.htm
[Lest 09.04.2015]

EUROCONTROL. (2013) *Challenges of Growth 2013* [Internett], EUROCONTROL.
Tilgjengelig fra:
<https://www.eurocontrol.int/sites/default/files/article/content/documents/official-documents/reports/201306-challenges-of-growth-2013-task-4.pdf> [Lest 12.03.2015]

Ex-Im Bank. (2015) *About us* [Internett], Export-Import Bank of the United States.
Tilgjengelig fra: <http://www.exim.gov/about/> [Lest 15.02.2015]

Financial Times. (2015) *Definition of comprehensive income* [Internett], Financial Times.
Tilgjengelig fra: <http://lexicon.ft.com/Term?term=comprehensive-income> [Lest 08.03.2015]

Fintland, O. (19.06.2014) *Nordmenn flyr uten dårlig samvittighet* [Internett], Stavanger, Aftenbladet. Tilgjengelig fra: <http://www.aftenbladet.no/nyheter/okonomi/Nordmenn-flyr-uten-darlig-samvittighet-3446288.html> [Lest 23.04.2015]

Flag Carrier (2015). *BusinessDictionary.com* [Internett], Washington, D. C., WebFinance, Inc. Tilgjengelig fra: <http://www.businessdictionary.com/definition/flag-carrier.html>
[Lest 22.05.2015]

Gjendem, C. S. (18.06.2014) *Bakgrunn: Dette er SAS-krisen* [Internett], Oslo, E24.
Tilgjengelig fra: <http://e24.no/boers-og-finans/bakgrunn-dette-er-sas-krisen/23233799>
[Lest 01.06.2015]

goldmansachs.com. (2015) *Millennials* [Internett], Goldman Sachs. Tilgjengelig fra: <http://www.goldmansachs.com/our-thinking/pages/millennials/> [Lest 04.06.2015]

Harrison, G. J. (25.07.2011) *Challenge to the Boeing-Airbus Duopoly in Civil Aircraft: Issues for Competitiveness* [Internett], Congressional Research Service. Tilgjengelig fra: <https://www.fas.org/sgp/crs/misc/R41925.pdf> [Lest 18.02.2015]

iata.org. (02.06.2014) *Industry Celebrates its Centennial in the Black* [Internett], IATA. Tilgjengelig fra: <http://www.iata.org/pressroom/pr/pages/2014-06-02-02.aspx> [Lest 01.06.2015]

IATA. (16.10.2014c) *New IATA Passenger Forecast Reveals Fast-Growing Markets of the Future* [Internett], IATA. Tilgjengelig fra: <http://www.iata.org/pressroom/pr/pages/2014-10-16-01.aspx> [Lest 17.03.2015]

IMF. (2014) *Perspectives on global real interest rates* [Internett], International Monetary Fund. Tilgjengelig fra: <https://www.imf.org/external/Pubs/ft/weo/2014/01/pdf/c3.pdf> [Lest 13.02.2015]

Israel, M. (21.07.2014) *International Low-Cost Airline Market Research* [Internett], AirlineProfiler. Tilgjengelig fra: <http://www.airlineprofiler.eu/2014/07/international-low-cost-airline-market-research/> [Lest 11.03.2015]

Johannessen, S. Ø. & Trumpy, J. (07.05.2014) *Norwegian stuper* [Internett], Oslo, Dagens Næringsliv. Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/etterBors/2014/05/07/Luftfart/norwegian-stuper> [Lest 13.05.2015]

Johansen, M. B. (13.05.2014) *Norwegian raser på omdømmemåling* [Internett], Oslo, Hegnar Media AS. Tilgjengelig fra: <http://www.hegnar.no/bors/artikkel502249.ece> [Lest 10.03.2015]

Kaspersen, L. (07.02.2014) *Kan ha reddet SAS fra stupet* [Internett]. Oslo, Dagens Næringsliv. Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2010/02/09/kan-ha-reddet-sas-fra-stupet> [Lest 26.02.2015]

klm.com. (2015) *About KLM* [Internett], KLM Royal Dutch Airlines. Tilgjengelig fra: <http://www.klm.com/corporate/en/about-klm/index.html> [Lest 12.02.2015]

Korssjøen, L. K. R. (13.11.2010) *Slik skal flyturen din kutte utslipp* [Internett], Norges rikskringkastning [NRK]. Tilgjengelig fra:

<http://www.nrk.no/verden/slik-bli-klimakvotene-pa-flyreiser-1.7378773> [Lest 23.04.2015]

Logan, J. A. (27.01.2015) *DOT should reject Norwegian Air's foreign air carrier application*. [Internett], Association of Flight Attendants-CWA [AFACWA]. Tilgjengelig fra:

<http://www.afacwa.org/dot-should-reject-norwegian-air-s-foreign-air-carrier-application> [Lest 19.03.2015]

lufthansagroup.com. (2015) *Company portrait* [Internett], Deutsche Lufthansa AG.

Tilgjengelig fra: <http://www.lufthansagroup.com/en/company/company/company-portrait.html> [Lest 03.02.2015]

massport.com. (2015) *Low-cost transatlantic fares arrive in Boston with Icelandic carrier WOW air* [Internett], Massport. Tilgjengelig fra: <https://www.massport.com/news-room/news/low-cost-transatlantic-fares-arrive-in-boston-with-icelandic-carrier-wow-air/>

[Lest 23.04.2015]

Matre, J. (11.03.2015) *Undersøkelse: Billige billetter viktigere enn piloters rettigheter* [Internett], Oslo, Verdens Gang. Tilgjengelig fra:

<http://www.vg.no/nyheter/innenriks/luftfart/undersokelse-billige-flybilletter-viktigere-enn-piloters-rettigheter/a/23412439/> [Lest 25.04.2015]

McCurry, J. (21.04.2015) *Japan's maglev train breaks world speed record with 600km/h test run* [Internett], London, The Guardian. Tilgjengelig fra:

<http://www.theguardian.com/world/2015/apr/21/japans-maglev-train-notches-up-new-world-speed-record-in-test-run> [Lest 02.05.2015]

Midtsjø, L., Framstad, A. P. & Lorentzen, M. (08.01.2013) *Ryanair vil fly innenriks i Norge* [Internett], Oslo, E24. Tilgjengelig fra:

<http://e24.no/naeringsliv/ryanair-vil-fly-innenriks-i-norge/20320821> [Lest 20.02.2015]

Miljødirektoratet. (04.02.2015a) *Klimagassutslipp fra flytrafikk* [Internett], Miljødirektoratet. Tilgjengelig fra: <http://www.miljostatus.no/Tema/Klima/Klimanorge/Kilder-til-utslipp-av-klimagasser/Transport/Flytrafikk/>

[Lest 23.04.2015]

Miljødirektoratet. (05.05.2015b) *Klimakvoter* [Internett]. Tilgjengelig fra:

<http://www.miljostatus.no/klimakvoter> [Lest 23.04.2015]

Milmo, D. (17.03.2008) *Shielding flag carriers 'is killing airlines'* [Internett], London, The Guardian. Tilgjengelig fra:

<http://www.theguardian.com/business/2008/mar/17/theairlineindustry.transport>

[Lest 13.04.2015]

Moore, D. (20.01.2015) *Rail companies play down role of crude oil shipments* [Internett], Pittsburgh, Pittsburgh Post-Gazette. Tilgjengelig fra:

<http://powersource.post-gazette.com/powersource/companies-powersource/2015/05/19/After-months-of-prep-Consol-Energy-begins-fracking-first-shale-wells-at-Pittsburgh-airport-Pennsylvania-Marcellus/stories/201505190002>

[Lest 06.05.2015]

Nazari, T. (2013). *New Deloitte survey finds airline loyalty programs need to encourage real loyalty* [Internett], Deloitte. Tilgjengelig fra:

<http://www2.deloitte.com/us/en/pages/about-deloitte/articles/press-releases/airline-loyalty-programs-to-encourage-real-loyalty.html> [Lest 07.03.2015]

Nilsen, A. (06.03.2015) *Kjos betaler dobbelt så mye som O'Leary* [Internett], Oslo,

Nettavisen. Tilgjengelig fra: <http://stocklink.no/Article.aspx?id=111811> [Lest 06.03.2015]

Norges Bank. (07.12.2004) *Hvordan renten virker på inflasjonen* [Internett], Norges Bank. Tilgjengelig fra:

http://www.norges-bank.no/Upload/import/pengepolitikk/rentevirkninger/animasjon_11.pdf

[Lest 18.02.2015]

Norges Bank. (21.01.2015) *Short term interest rates* [Internett]. Tilgjengelig fra:

<http://www.norges-bank.no/en/Statistics/Historical-monetary-statistics/Short-term-interest-rates/> [Lest 09.04.2015]

norwegian.no. (25.01.2012) *Historiens største flyordre i Europa: Norwegian kjøper 222 nye fly* [Internett], Norwegian ASA. Tilgjengelig fra:

<http://media.norwegian.com/#/pressreleases/historiens-stoerste-flyordre-i-europa-norwegian-kjoeper-222-nye-fly-726503> [Lest 10.03.2015]

norwegian.no. (2015) *Om Norwegian* [Internett], Norwegian ASA. Tilgjengelig fra:

<http://www.norwegian.no/om-norwegian/fakta/> [Lest 09.05.2015]

NRK. (27.12.2013) *Amerikanske flyselskaper vil hindre Norwegian i å få lisens* [Internett], NRK. Tilgjengelig fra: <http://www.nrk.no/okonomi/vil-hindre-norwegian-lisens-i-usa-1.11438221> [Lest 05.05.2015]

Odenrud, H. I. & Norli, K. (11.11.2012) *SAS-ekspert: SAS har truet fagforeningen med konkurs* [Internett], Oslo, E24. Tilgjengelig fra: <http://e24.no/boers-og-finans/sas-ekspert-sas-har-truet-fagforeningen-med-konkurs/20298282> [Lest 01.06.2015]

Odinsen, H. L. & Assev, M. (20.11.2012) *Her er alternativene til SAS* [Internett], Oslo, Verdens Gang. Tilgjengelig fra: <http://www.vg.no/forbruker/reise/luftfart/her-er-alternativene-til-sas/a/10071108/> [Lest 03.02.2015]

Olienyk, J. & Carbaugh, R. J. (22.03.2011) *Boeing and Airbus: Duopoly in Jeopardy?* [Internett], Global Economy Journal, Volume 11, issue 1. Tilgjengelig fra: [http://www.degruyter.com/dg/viewarticle/j\\$002fgej.2011.11.1\\$002fgej.2011.11.1.1740\\$002fgej.2011.11.1.1740.xml;jsessionid=A8FB55E459835C595CB2F7D8F45757D1](http://www.degruyter.com/dg/viewarticle/j$002fgej.2011.11.1$002fgej.2011.11.1.1740$002fgej.2011.11.1.1740.xml;jsessionid=A8FB55E459835C595CB2F7D8F45757D1) [Lest 09.04.2015]

oslobors.no. (2015) *Norwegian Air Shuttle* [Internett], Oslo Børs. Tilgjengelig fra: <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/NAS.OSE/overview> [Lest 03.04.2015]

Porter, M. E. (2008) *The Five Competitive Forces That Shape Strategy* [Internett], Massachusetts, Harvard Business Review, January. Tilgjengelig fra: <https://hbr.org/2008/01/the-five-competitive-forces-that-shape-strategy> [Lest 11.04.2015]

Reed, T. (13.05.2013) *Buffett Decries Airline Investing Even Though at Worst He Broke Even* [Internett], Forbes. Tilgjengelig fra: <http://www.forbes.com/sites/tedreed/2013/05/13/buffett-decries-airline-investing-even-though-at-worst-he-broke-even/> [Lest 10.03.2015]

Riise, K. V. (11.02.2014) – *Det er ren matte* [Internett], Oslo, Dagens Næringsliv. Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/nyheter/2013/04/18/-det-er-ren-matte> [Lest 03.05.2015]

ryanair.com. (2015a) *Strategy* [Internett], Ryanair Ltd. Tilgjengelig fra: <https://www.ryanair.com/doc/investor/Strategy.pdf> [Lest 01.06.2015]

ryanair.com. (2015b) *About Us* [Internett], Ryanair Ltd. Tilgjengelig fra: <http://www.ryanair.com/en/about/> [Lest 02.04.2015]

Rønne, K. P. (31.01.2014) *SAS var minutter fra konkurs* [Internett], Oslo, Dagens Perspektiv
Tilgjengelig fra: <http://www.dagensperspektiv.no/2014/sas-var-minutter-fra-konkurs>
[Lest 11.02.2015]

sasgroup.net. (2015) *About SAS* [Internett], SAS AB. Tilgjengelig fra:
<http://www.sasgroup.net/en/category/about-sas/> [Lest 11.02.2015]

Schaal, D. (25.11.2014) *Interview: Norwegian Air CEO Says DOT Approval Delay is 'Purely Political'* [Internett], New York, Skift. Tilgjengelig fra:
<http://skift.com/2014/11/25/interview-norwegian-air-ceo-says-dot-approval-delay-is-purely-political/> [Lest 13.02.2015]

Star Alliance. (2015) *About* [Internett], Star Alliance. Tilgjengelig fra:
http://www.staralliance.com/en/about/member_airlines/ [Lest 10.02.2015]

state.gov. (2015) *Open Skies Agreement* [Internett], U.S. Department of State. Tilgjengelig
fra: <http://www.state.gov/e/eb/tra/ata/> [Lest 26.03.2015]

Stouby, O. (05.04.2013) *Fire av fem flybilletter er med Norwegian eller SAS* [Internett],
Travelmarket.no. Tilgjengelig fra: <http://www.travelmarket.no/presse/fire-av-fem-flybilletter-er-med-norwegian-eller-sas.cfm> [Lest 09.03.2015]

Sættem, J. B. (25.01.2012) *Skal firedoble flåten på 10 år* [Internett], Oslo, NRK. Tilgjengelig
fra: <http://www.nrk.no/okonomi/skal-firedoble-flaten-pa-10-ar-1.7968372> [Lest 08.03.2015]

Talley, I. (07.12.2014) *Falling Oil Prices Spur New Bets on Global Economic Growth*
[Internett], New York, The Wall Street Journal. Tilgjengelig fra:
<http://www.wsj.com/articles/falling-oil-prices-spur-new-bets-on-global-economic-growth-1418001937> [Lest 13.04.2015]

The Economist. (03.04.1997) *Freedom in the air* [Internett], London, The Economist.
Tilgjengelig fra: <http://www.economist.com/node/146627> [Lest 02.04.2015]

The Economist. (17.10.2013) *Why are no-frills airlines so cheap?* [Internett], London, The
Economist. Tilgjengelig fra: <http://www.economist.com/blogs/economist-explains/2013/10/economist-explains-13> [Lest 11.05.2015]

The Economist. (23.02.2014) *Why airlines make such meagre profits* [Internett], London, The Economist. Tilgjengelig fra: <http://www.economist.com/blogs/economist-explains/2014/02/economist-explains-5> [Lest 11.02.2015]

yahoo.finance.com. (2015a) *Norwegian Air Shuttle* [Internett], Yahoo!. Tilgjengelig fra: <http://finance.yahoo.com/q?s=NAS.OL> [Lest 25.04.2015]

yahoo.finance.com. (2015b) *Ryanair Holdings PLC* [Internett], Yahoo!. Tilgjengelig fra: <https://uk.finance.yahoo.com/q?s=RYA.L> [Lest 25.04.2015]

yahoo.finance.com. (2015c) *easyJet PLC* [Internett], Yahoo!. Tilgjengelig fra: <https://uk.finance.yahoo.com/q?s=EZJ.L> [Lest 25.04.2015]

yahoo.finance.com. (2015d) *SAS AB* [Internett], Yahoo!. Tilgjengelig fra: <http://finance.yahoo.com/q?s=SAS.ST> [Lest 07.06.2015]

yahoo.finance.com. (2015e) *Deutsche Lufthansa AG* [Internett], Yahoo!. Tilgjengelig fra: <http://finance.yahoo.com/q?s=LHA.DE> [Lest 07.06.2015]

yahoo.finance.com. (2015f) *Air Berlin PLC* [Internett], Yahoo!. Tilgjengelig fra: <http://finance.yahoo.com/q?s=AB1.DE> [Lest 07.06.2015]

yahoo.finance.com. (2015g) *OSE BENCH IDX GI* [Internett], Yahoo!. Tilgjengelig fra: <http://finance.yahoo.com/q?s=OSEBX.OL> [Lest 25.04.2015]

Young, S. (30.05.2014) *EasyJet chief executive McCall settled in for the long haul.* [Internett], London, Reuters. Tilgjengelig fra: <http://www.reuters.com/article/2014/05/30/us-EasyJet-mccall-profile-idUSKBN0EA0XF20140530> [Lest 17.04.2015]

your.heathrow.com. (2015) *What makes a hub airport* [Internett], Your Heathrow. Tilgjengelig fra: <http://your.heathrow.com/what-makes-a-hub-airport/> [Lest 31.05.2015]

Ørstavik, L. J. (05.11.2012) *Mener SAS bryter tidligere løfter* [Internett], Trondheim, Adresseavisen. Tilgjengelig fra: http://reise.adressa.no/reise/Mener-SAS-bryter-tidligere-lofter-28459.html#.VX_eM0a7q8h [Lest 09.06.2015]